المجموعة الكاملة للبنوك والمعاملات المالية الإسلامية

نظم تلقي الأموال في البنوك الإسلامية

مادة علمية تطبيقية معتمدة ومتوافقة
مع شهادة المصرفي الإسلامي المعتمد
Certified Islamic Banker - CIB



الدكتور / عزالدين محمد خوجة
الأمين العام للمجلس العام للبنوك المالية الإسلامية



المجلس العام للبنوك والمؤسسات المالية الإسلامية
CIBAFI

الوحدة الثالثة

٣

الصناديق الاستثمارية

الوحدة الثالثة

المبحث الأول : مدخل تمهيدي للصناديق الاستثمارية

- أولا : مزايا الاستثمار المشترك
- ثانيا : أشكال الاستثمار المشترك
- ثالثا : نشأة الصناديق الاستثمارية
- رابعا : تعريف الصناديق الاستثمارية وخصائصها
- خامسا : القوانين والأنظمة الخاصة بصناديق الإستثمار
- سادسا : أنواع الصناديق

المبحث الثاني : الأطراف المشاركة في هيكلة وإدارة الصناديق الاستثمارية

- أولا : شركة الإدارة
- ثانيا : الأمين
- ثالثا : مدير الاستثمار، ومستشار الاستثمار
- رابعا : المتعهد بتغطية الاكتتاب
- خامسا : المتعهد بإعادة الشراء
- سادسا : وكيل الطرح ووكيل الدفع

المبحث الثالث : آليات وأسس طرح وحدات الصناديق للاكتتاب العام

- أولا : الإجراءات التحضيرية لطرح الاكتتاب في وحدات الصناديق
- ثانيا : القواعد العامة لعمليات طرح الاكتتاب
- ثالثا : مسائل إضافية تتعلق بالاكتتاب

الوحدة الثالثة

المبحث الرابع : الإدارة التشغيلية للصناديق

- أولا : نفقات التأسيس في الصناديق
- ثانيا : توزيع المصروفات في الصناديق
- ثالثا : ضوابط تداول الوحدات
- رابعا : اقتطاع الاحتياطيات في الصناديق
- خامسا: التصفية وتوزيع الأرباح
- سادسا: ضمان الصكوك ووحدات الصناديق
- سابعا: أسس توزيع الأرباح والخسائر فى الصناديق
- ثامنا: دور الهيئات الشرعية في الرقابة على الصناديق
- تاسعا: إخراج زكاة الصناديق

بانتهاء هذه الوحدة: سوف تكون قادراً على:

- التعرف على أشكال الاستثمار المشترك ومزايا كل منها.
- التعرف على الفرق بين الشكل النظامي للاستثمار والشكل التعاقدي للاستثمار المشترك.
- التعرف على الفرق الأساسي بين صناديق الاستثمار التقليدية وصناديق الاستثمارية الإسلامية.
- فهم الفرق بين الشخصية الاعتبارية والذمة المالية المستقلة ومتطلباتها لتأسيس الصناديق الاستثمارية.
- التعرف على الأنواع المختلفة لصناديق الاستثمارية السائدة من الأسواق.
- التعرف على العقود الشرعية المناسبة لإدارة صناديق الاستثمار الإسلامية.
- التعرف على مهام ومسؤوليات الجهات المصدرة للصناديق الاستثمارية، وتكييف علاقتها مع المستثمرين.
- التعرف على الطرق المشروعة لتحديد المقابل الذي تستحقه جهات الإصدار للصناديق الاستثمار،
- التعرف على مهام ومسؤوليات الأمين وشروط تعيينه في التطبيقات القانونية المختلفة.
- التعرف على التكييف الشرعي للعلاقة التعاقدية بين الأمين وجهات الإصدار والمستثمرين، وهل الأمين وكيل عن جهة الإشراف أو جهة الإصدار أو المستثمرين.
- التعرف على الضوابط الشرعية والتطبيقات العملية بشأن الجهة التي تتحمل دفع مكافأة الأمين.
- التعرف على دور مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار والفرق بين مهام كل منهما وتكييف علاقتهم بجهة الإصدار.
- التعرف على الكيفية المشروعة لتحميل أتعاب مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار.
- التعرف على آلية التعهد بتغطية الاكتتاب في الصناديق الاستثمارية الإسلامية والفرق بينها وبين تطبيقات الضمان في الصناديق التقليدية.
- التعرف على آلية التعهد بالشراء لوحدات الصناديق، وكيفية تحقيق المتعهد في الصناديق الإسلامي على عائد مقبول شرعا.
- التعرف على مصادر الأموال التي تستخدمها الجهة المصدرة للصناديق عند تنفيذ طلبات إعادة الشراء للوحدات.

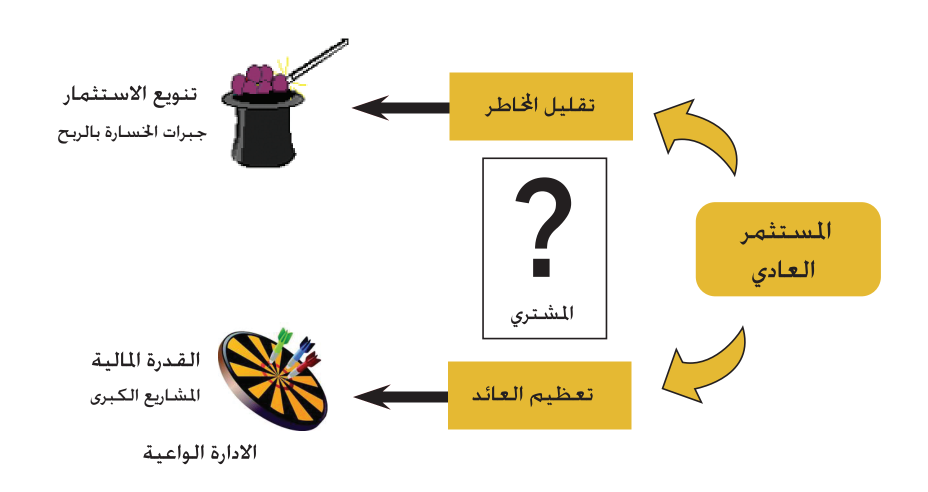
- التعرف على آلية التسعير للوحدات في حالة التعهد بإعادة الشراء.
- التعرف على الأثر الشرعي لإعادة شراء وحدات الصناديق الاستثمارية بالقيمة الاسمية أو بالقيمة السوقية.
- التعرف على معادلة احتساب صافي قيمة الأصول للوحدة الواحدة في الصناديق المفتوحة.
- التعرف على مهام ومسؤوليات وكيل الدفع ووكيل الطرح، وكيفية تحديد العمولة المستحقة لهما.
- التعرف على المعالجة المشروعات التي تقوم بها جهات إصدار الصناديق في حالة كانت الأموال المكتتب بها أكبر أو أقل من رأس مال الصندوق المطروح.
- التعرف على ضوابط توزيع أرباح الأموال المكتتب بها من الصناديق خلال فترة الاكتتاب.
- التعرف على مكونات نفقات التأسيس للصناديق الاستثمارية والجهة التي يجب أن تتحملها.
- التعرف على أنواع المصروفات التشغيلية في الصناديق وكيفية تحميلها على الجهات ذات العلاقة.
- التعرف على الفرق بين الاسترداد وإعادة الشراء والتخارج والتداول، والأحكام المنظمة لكل منها.
- التعرف على آليات وإجراءات تداول الوحدات.
- التعرف على الضوابط الشرعية للتداول بحسب نوعية الموجودات في الصناديق.
- التعرف على الفرق بين الاحتياطيات والمخصصات وكيفية معالجتيهما في صناديق الاستثمار الإسلامية.
- التعرف على آليات تصفيه صناديق الاستثمار الإسلامية وكيفية وضوابط توزيع الأرباح.
- التعرف على الفرق بين التنضيض الفعلي والتنضيض الحكمي.
- التعرف على مسائل ضمان وحدات الصناديق من قبل جهة الإصدار أو غيرها، والحكم الشرعي فيها.
- التعرف على دور الهيئات الشرعية في الرقابة على الصناديق الاستثمارية وأسس إخراج الزكاة.

المبحث الأول :
مدخل تمهيدي للصناديق الاستثمارية

أولا: مزايا الاستثمار المشترك

تعتبر عملية الاستثمار المشترك للأموال بشكل مؤسسي منظم من الأساليب المالية الحديثة التي لاقت رواجًا كبيرًا في العالم كله، وفي الدول العربية الإسلامية بشكل خاص ولا سيما في العقدين الأخيرين من القرن العشرين. فقد تعددت الأساليب والأدوات المحققة لهذا الغرض، وانتشر استخدام مصطلحات مثل صناديق الاستثمار، والمحافظ الاستثمارية، والإصدارات، وكذلك ما يسمى بترست الاستثمار، والمال التبادلي، وأموال الاستثمار المشترك، وشركات الاستثمار العادية، وشركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت أو المتغير وغير ذلك. فقد نجحت هذه الأدوات المختلفة في استقطاب عدد كبير من المستثمرين مما أدى إلى نمو سريع ومتزايد لها.

ويعود سبب انتشار هذه الأدوات المستحدثة إلى قدرتها ونجاحها في مواجهة أكبر التهديدات والتحديات التي تواجه عموم المستثمرين، وبالذات التحدي المتمثل في رغبة هؤلاء المستثمرين تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل نسبة من المخاطر.



١- الاستثمار المشترك وهدف تقليل المخاطر

من المتعارف عليه أن تقليل مخاطر الاستثمار يتطلب التنويع في الاستثمار، لأنه كلما تنوعت وتعددت مجالات الاستثمار كلما قلت المخاطر، وتأتي القاعدة الذهبية المعروفة في هذا الإطار (لا تضع كل بيضك في سلة واحدة)، فالاستثمار المنفرد في مجال واحد تكون مخاطره حتمًا أعلى من الاستثمار المتعدد والمتنوع الذي يتميز بإمكانية تغطية خسارة أحد الاستثمارات بأرباح غيرها خلافًا للاستثمار المنفرد الذي قد يهدد المستثمر ويفقده القدرة على مواجهة حالة الخسارة.

٢- الاستثمار المشترك وهدف تعظيم الربح

إن هدف تعظيم الربح يحتاج لتحقيقه أن تتوافر لدى هذا المستثمر العادي قدرة مالية كبيرة ودراية ومعرفة بالأسواق تمكنه من الإدارة الحكيمة لأمواله، ولكن الإمكانات المادية للمستثمر العادي تبقى دائمًا محدودة لاقتحام المجالات الاستثمارية الكبيرة المدرة للأرباح، كما أن وضعه الشخصي قد لا يمكنه من الإدارة الحكيمة الواعية سواء بسبب عدم درايته ومعرفته للأسواق أو بسبب عدم توفر الوقت الكامل المناسب.

لذلك تأتي أهمية الاستثمار المشترك، فالمال المتواضع والقليل المتوافر لدى عدد كبير من المستثمرين يصبح أموالاً ضخمة إذا ما تم تجميعها، وكما يقول المثل (في الاتحاد قوة)، وبالتالي يتحقق الاستثمار الأمثل لهذه الأموال المشتركة، ويمكن توظيفها في مجالات متنوعة ومتعددة من حيث تنوع الشركات، وتعدد المجالات والقطاعات المستهدفة بالاستثمار وأيضًا توزيع الاستثمار في مناطق جغرافية مختلفة.

٣- الاستثمار المشترك والخبرة والتخصص في الإدارة

إن ما يميز الاستثمار المشترك هو وجود جهة معينة تتولى تجميع هذه الأموال من أصحابها المنفردين من أجل توظيفها في المجالات المختلفة لأجل تقليل المخاطر وتعظيم الربح، وهذه الجهة تتميز بالتأكيد بقدرة وتفرغ أكبر في إدارة هذه الأموال، حيث تضم مجموعة من الإداريين والفنيين والخبراء المتخصصين من ذوى الخبرات

والكفاءات العالية الذين يكون في مقدورهم إعداد الدراسات والتحليلات اللازمة مبنية على قواعد علمية مدروسة، وذلك ضمانا لإمكانية تنفيذ فرص الاستثمار التي تحقق أهداف المستثمرين في الربح وتحميهم من التعرض للمخاطر أو تخفيضها إلى أدني حد ممكن، وهذه ميزة إضافية للاستثمار المشترك.

وبذلك يمكن أن نوجز المزايا الأساسية للاستثمار المشترك فيما يلي :

- التقليل من مخاطر الاستثمار وتوزيعها نتيجة تعدد المنافذ والمجالات.
- تحقيق ربحية عالية نتيجة توافر حجم كبير من المدخرات.
- توافر القدرة على اختيار مجالات الاستثمار ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين.

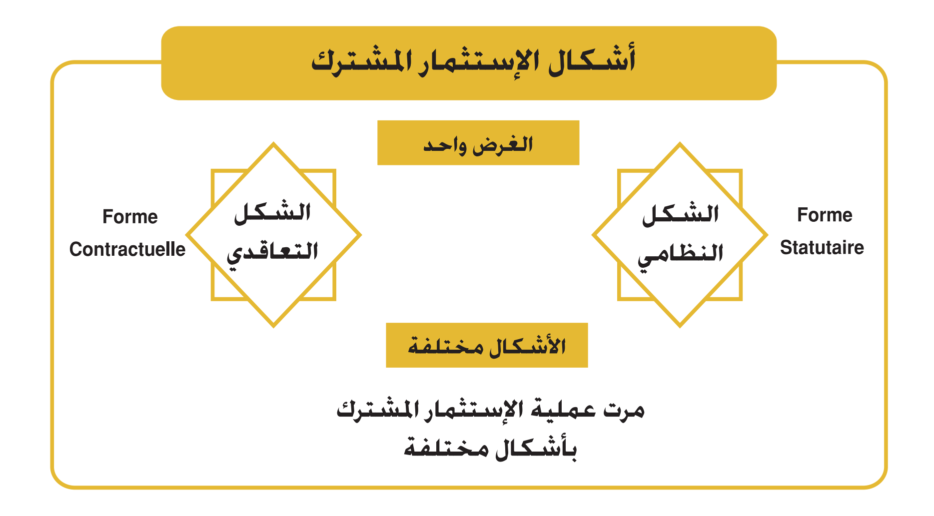
مزايا الإستثمار المشترك:

- التقليل من مخاطر الاستثمار نتيجة تعدد المنافذ والمجالات
- تحقيق ربحية عالية نتيجة توفر عدد كبير من المدخرات
- توفر القدرة على اختيار مجالات الاستثمار ومتابعتها بواسطة خبراء متخصصين

تعتبر صناديق الاستثمار أدوات استثمارية توفر للأشخاص الذين لا يملكون القدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة الفرصة للمشاركة في الأسواق العالمية والمحلية وفكرة هذه الصناديق بسيطة تتلخص في قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بواسطة مؤسسات مالية لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين .

ثانيا: أشكال الاستثمار المشترك

لقد مرت عملية الاستثمار المشترك بشكلين مختلفين، يتفق كل منهما من حيث الغرض، وهو وين وإدارة وعاء استثماري وفقًا لمبدأ توزيع المخاطر. ولكن بينهما اختلاف من حيث آلية العمل ومرونته ونتائجه.



١- الشكل الأول: الشكل النظامي للاستثمار

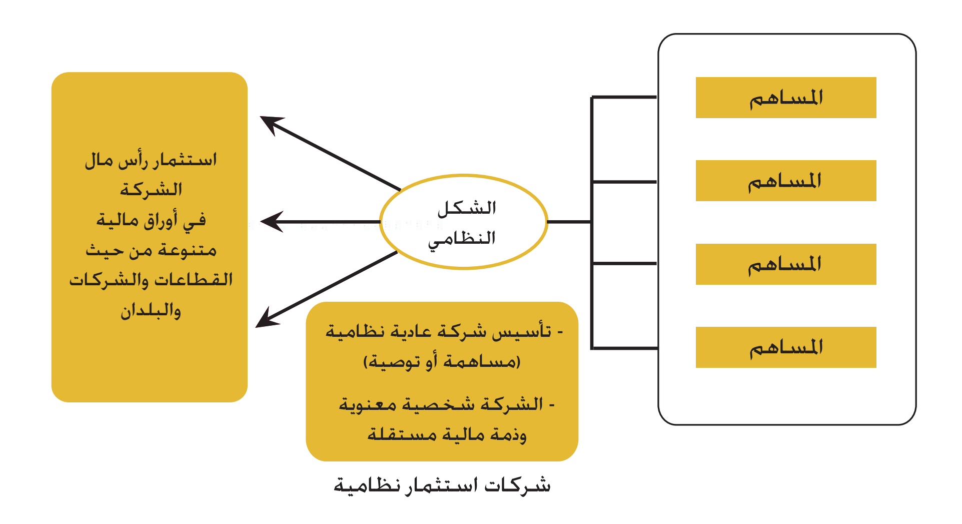
الشكل الأول عبارة عن استثمار جماعي من خلال شركة يتم تأسيسها وفقًا لنظام الشركات العادي (شركة مساهمة عامة أو توصية)، فتكون لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة، وهو ما يسمى بالشكل النظامي للاستثمار.

فالاستثمار المشترك عن طريق شركات الاستثمار النظامية التي تؤسس وفقًا لأنظمة الشركات العادية يمكن من تجميع الأموال من مساهمين مختلفين وتوظيفها في مجالات مختلفة من أجل تقليل وتوزيع المخاطر، وقد كان أهم مجال يستثمر فيه من خلال هذه الشركات الاستثمار في الأوراق المالية (أسهم وسندات). وهذا ما يحقق الأهداف الثلاثة التي ذكرناها: وهي تقليل المخاطر، وتعظيم العائد، والتخصص في الإدارة.

ولكن هذا الأسلوب النظامي يشكو من سلبية كبيرة جدًا، وهي عدم السهولة لانضمام أو انسحاب المساهمين في أي وقت، حيث يتطلب ذلك إجراءات معقدة بشأن الزيادة أو

التخفيض في رأس مال شركة الاستثمار، كما أن أساليب تداول أسهمها بالبيع والشراء في غاية من التعقيد. وقد أدى مبدأ ثبات رأس مال شركات الاستثمار النظامية إلى عدم استجابة هذا النوع لحاجيات السيولة لدى المستثمرين، وبالتالي إلى عدم انتشارها واستمرارها في الواقع العملي.

ويندرج ضمن شركات الاستثمار النظامية مايلي :



شركات استثمار نظامية

- صناديق الاستثمار المغلقة ذات رؤوس أموال محددة Closed end investment fund.
- صناديق الاستثمار ذات رأس المال الثابت SICAF.
- صناديق استثمار التي تنشئها الشركات، والتي تتخذ شكل شركة مساهمة، وذلك في مقابل الصناديق المصدرة من قبل البنوك وشركات التأمين.

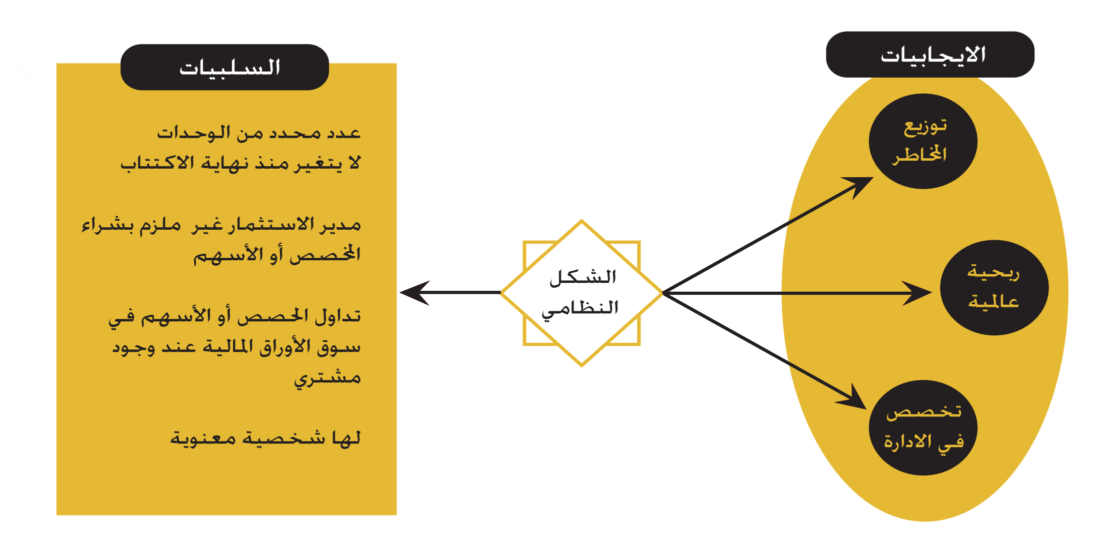
ومن خصائص هذا النوع أن :

- طرح عدد محدد من الوحدات بحيث يقفل باب الاشتراك في الصندوق بانتهاء الاكتتاب فيها.
- لا تلتزم إدارة الصندوق بشراء الأسهم التي تصدرها إلا في حالات خاصة يكون منصوصا عليها في نشرة الاكتتاب . وقد شددت بعض القوانين على هذا الأمر ومنها قانون رأس المال المصري حيث نص في المادة ١٥٩ من اللائحة التنفيذية

أنه : « إذا تضمنت نشرة الاكتتاب حق صاحب الوثيقة في استرداد قيمتها قبل انقضاء مدتها، ترد إليه القيمة الصادر بها الوثيقة أو قيمة آخر سعر إقفال لها في البورصة أيهما أقل . ولا يجوز للصندوق إصدار وثائق بديلة لتلك التي يتم استرداد قيمتها » . فهذا القانون جعل لنظام الصندوق المغلق (صناديق الشركات) الحق في منح أو منع عملية استرداد الوثائق عن أصحابها، وفي منح هذا الحق حدد القانون القيمة الإستردادية لوثائق الاستثمار بأنها قيمتها الاسمية أو قيمتها السوقية أيهما أقل، مما يحجم به حامل الوثيقة عن استرداد قيمتها من الشركة قبل انقضاء مدة الوثيقة وهو عامة عمر لصندوق .

- يتم استرداد قيمة الوثائق عن طريق التداول في سوق الأوراق المالية، كما في شركات الاستثمار ذات رأس المال متغير وصناديق الشركات المصرية حيث أجاز القانون المصري لرأس المال قيد وتداول وثائق الاستثمار التي تصدرها الشركات في بورصة الأوراق المالية. وهكذا لا يستطيع أي مستثمر جديد دخول هذا الصندوق بعد غلق الاكتتاب ما لم يجد مستثمر آخر يقبل التنازل له في البورصة، كما يظل المستثمر في الصندوق بدوره مالكا لوثائق هذا الصندوق ما لم يجد له مشتريا جديدا .

- لها شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة : فقد نصت القانون المصري ١٩٩٢/٩٥ أن صناديق استثمار الشركات (العادية) تأخذ شكل شركة المساهمة خلافا لصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين .

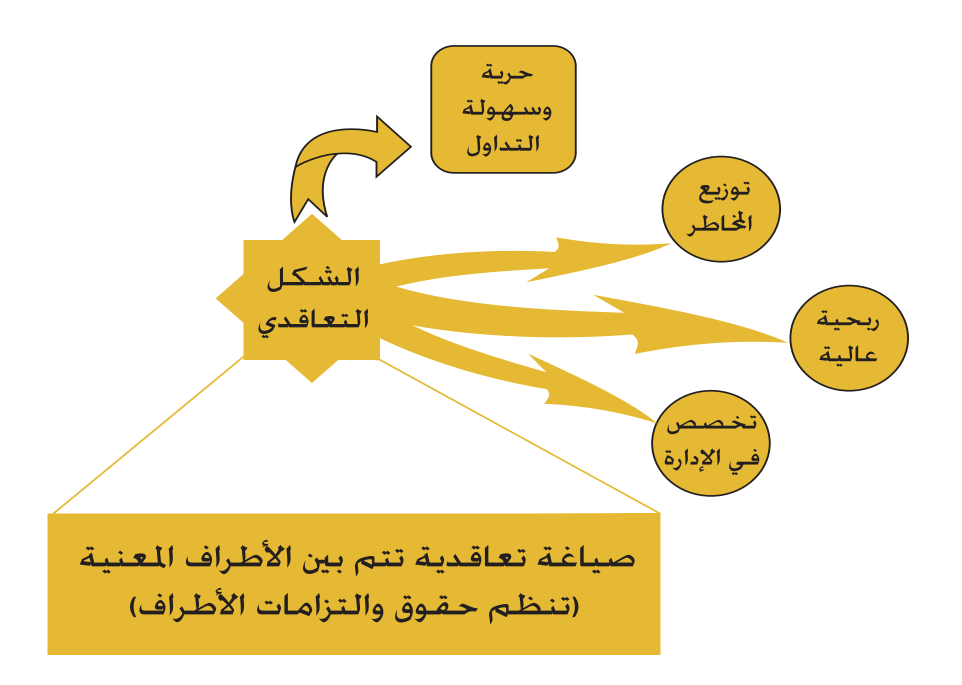


٢- الشكل الثاني : الشكل التعاقدي للاستثمار

يتسم هذا الشكل بمرونة أكثر، حيث يقوم على صيغة تعاقدية مستقلة بين مختلف الأطراف المتداخلة في عملية الاستثمار المشترك . فلا يتم في هذا الشكل تأسيس شركة أو وحدة قانونية (نظامية) لغرض الاستثمار المشترك بل يقتصر الأمر على قيام مؤسسات متخصصة معينة بإدارة أموال الاستثمار المشتركة من خلال وحدة مستقلة إداريا ومحاسبيا عن الجهة التي تنشئه.

وقد لاقى هذا الشكل الثاني من الاستثمار المشترك نجاحا كبيرا واستخداما واسعا في الأسواق المالية حيث إنه بالإضافة إلى المزايا الثلاثة السابقة التي يحققها (تعظيم الربح، توزيع المخاطر، الإدارة المتخصصة)، يؤمن حرية وسهولة تداول حصص المستثمرين دون الحاجة لأي إجراءات تقليدية معقدة .

إن فلسفة هذا النوع ترتكز على فكرة استثمار الأموال المجمعة في عدد من الأوراق المالية، ويؤخذ متوسط أسعار تلك الأوراق التي تتكون منها محفظة الصندوق يوميا أو دوريا حسب آخر سعر معلن لها في بورصات الأوراق المالية، ويكون هذا المتوسط هو سعر الصك الذي يصدره الصندوق، والذي يتم على أساسه التحاسب مع من يرغب في التخارج أو الدخول في الصندوق . وهكذا يمكن لأي مستثمر التخارج في أي وقت يريده على الأساس السابق، ومعنى ذلك أن الأموال المستثمرة تزيد أو تقل بحسب الأحوال .



ويندرج ضمن هذا النوع :

- صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة OPEN END INVESTMENT COMPANY .
- وكذلك صناديق الاستثمار المشترك (F. C. P) الفرنسية .
- وصناديق استثمار البنوك وشركات التأمين .

ومن خصائص هذا النوع أنه :

- يحق للصندوق عرض وحدات وحصص جديدة على المستثمرين، وبيعها باستمرار للجمهور، فيزداد رأس مال الصندوق بحسب ما يتم طرحه من وحدات .
- يلتزم الصندوق بشراء الحصص أو الوحدات التي سبق أن أصدرها، ولا يتم تداول تلك الوحدات في سوق الأوراق المالية، وبذلك ينقص رأس مال الصندوق بحسب الوحدات المستردة . لذا يلزم تحديد سعر معلن للاسترداد دوريا، كما يجب احتفاظ الجهة المصدرة بالسيولة الكافية لمواجهة طلبات الاسترداد .
- يتمتع الصندوق بذمة مالية مستقلة عن الجهة التي تصدره وعن باقي الأطراف المتداخلة في إنشائه. ولكن قد يشترط أن يكون له أحيانا شخصية معنوية، وقد لا يشترط ذلك . فنجد مثلا أن بعض القوانين تشترط على الشركات التي

تقوم بإصدار مثل هذه الصناديق بأن تحصل على الترخيص اللازم، وأن يتم تقييدها في السجل التجاري، والنشر في الجريدة الرسمية حتى تكتسب الشخصية الاعتبارية، وهو ما ورد على سبيل المثال في القانون الكويتي رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠ الذي سمح للشركات المساهمة الكويتية التي يدخل ضمن أغراضها الأموال لحساب الغير أن تنشئ صناديق استثمار مالية، ونص في مادته الثامنة على أنه: « يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركة التي قامت بإنشائه، ويمثل مدير الصندوق - أو من يفوضه - صندوق الاستثمار في علاقته بالغير وأمام القضاء، ويكون له حق التوقيع عنه » . وعلى خلاف ذلك نص القانون المصري ١٩٩٢/٩٥ أن صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك وشركات التأمين بنفسها مباشرة (دون الحاجة لوجود شكل شركة المساهمة) لا يشترط أن تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وإن كانت أموال هذا النوع من الصناديق وحساباتها تبقى مفرزة عن أموال وحسابات المؤسسة المالية المنشئة لها (أي البنوك وشركات التأمين) وكذلك عن أموال مدير الصندوق .

- كما نص المشرع الفرنسي صراحة على عدم تمتع صناديق (FCP) الشخصية المعنوية المستقلة على عكس النوع الثاني من الصناديق المفتوحة والمعروفة باسم (S I C A V) وهي شركات مساهمة تتمتع بالشخصية المعنوية بقوة القانون ولكنها ذات رأس مال متغير .

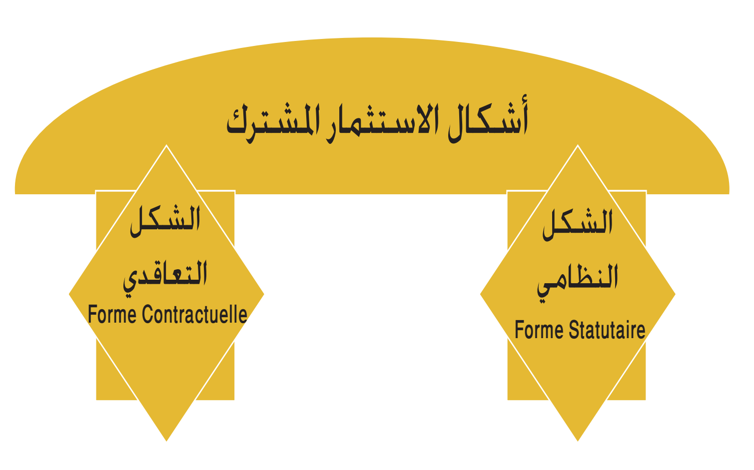
أطراف التعاقد

يتكون هذا النوع عبر صيغ تعاقدية تتحدد وتنتظم بموجبها جميع الحقوق والالتزامات، وهو يبرم غالبا بين ثلاث أطراف رئيسية هي:

- المدير : هو الذي يتولى تكوين وإدارة مال الاستثمار .
- الأمين : الذي يتولى حفظ مال الاستثمار وتحريكه وفقا لأوامر المدير .
- المستفيدون : وهم أصحاب الحصص المستثمرون .

ونجد ضمن هذا الشكل الثاني من الاستثمار المشترك عدد من النماذج والآليات في مختلف دول العالم، كما نجد اختلافات بين قوانين هذه البلدان تتعلق بتسمية هذا العقد، وتعريفه، والأطراف الذين يشتركون في وضعه، والشروط التي يجب توافرها فيه [١].

ولكن بالرغم من هذا التنوع والتعدد يظل التقارب بينها قائما لأن جميعها ينشأ وفقا لأسس متشابهة كما تستهدف غايات مشتركة، وهي استثمار الادخار المشترك لحساب المدخرين وفقا لمبادئ توزيع المخاطر وتحقيق عائد مستقر. ولذا فإننا نجد أن هذا الشكل من الاستثمار المشترك يقوم على عقد ثلاثي الأطراف سواء في الدول الأنجلو-أمريكية أو في الدول الأوروبية، أو كذلك مؤخرا في الدول العربية، كما أن أموال الاستثمار المشترك في الغالب لا تتمتع بالشخصية المعنوية، وجميعها يصدر شهادات تمثل حقوق المستثمرين، وتسمح أيضا بتغيير رأس المال في كل وقت .



- تأسيس شركة عادية نظامية (مساهمة أو توصية)
- الشركة شخصية معنوية وذمة مالية مستقلة

* عدد محدد من الوحدات لا يتغير منذ نهاية الاكتتاب
* مدير الاستثمار غير ملزم بشراء الحصص أو الأسهم
* اقتصار تداول الحصص أو الأسهم بشرط وجود مشتري
* لها شخصية معنوية

صياغة تعاقدية تم بين الأطراف المعنية (تنظم حقوق والتزامات الأطراف)

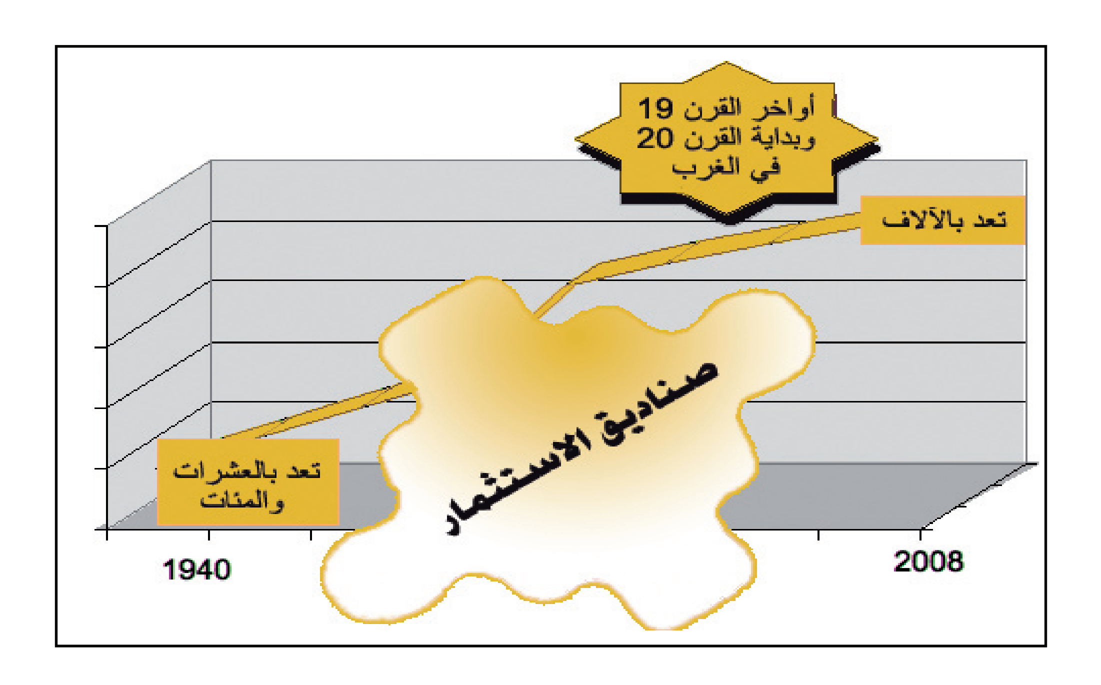
* عدم ثبات رأس المال. فهو يزيد وينقص حسب الأموال
* يتعهد مدير الإستثمار باسترداد الحصص أو الأسهم
* امكانية تداول الحصص أو الأسهم ويكون ذلك بالقيمة الحالية
* له ذمة مالية دائما. وشخصية معنوية أحيانا حسب متطلبات الأنظمة والقوانين السائدة

ثالثا: نشأة الصناديق الاستثمارية

الصناديق الاستثمارية هي أوعية مالية لتجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات ذات الفائض لاستثمارها من خلال جهة ذات خبرة حسب رغبات هؤلاء المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر، فهي نوع حديث من الاستثمار المشترك التعاقدي، بل هي من أهم هذه الأوعية في التطبيقات المعاصرة . وتعرف هذه الصناديق باسم ترست الاستثمار (Investment Trust) أو اتحاد الترست (Unit Trust) أو المال التبادلي (Mutual Funds)

ويقول كثير ممن يؤرخ للصناديق الاستثمارية بأن فكرة صناديق الاستثمار بدأ تنفيذها على مستوى العالم في هولندا التي ظهر بها أول صندوق استثماري في العام ١٨٢٢م، تلتها انجلترا في عام ١٨٧٠م .

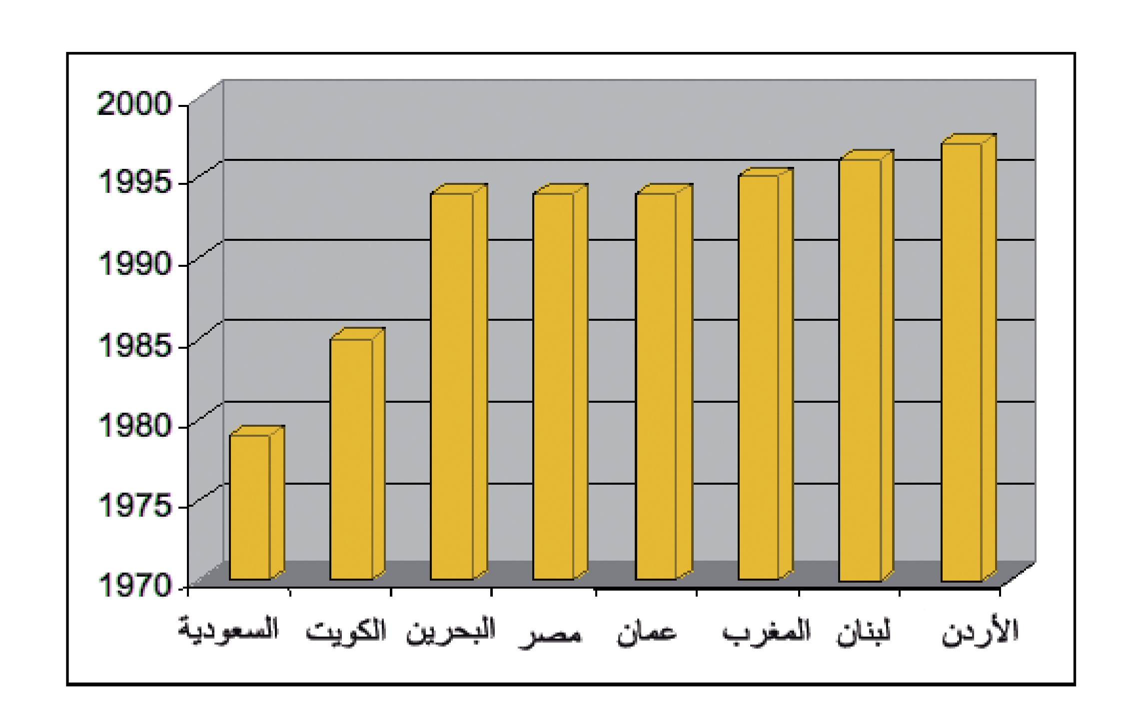
ولكن البداية الفعلية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٢٤م حينما تم إنشاء أول صندوق في بوسطن باسم Massachusetts vestment Trust على يد أساتذة جامعة هارفارد الأمريكية . و قد بلغت أصول هذا الصندوق حتى عام ١٩٩٥ م أكثر من بليوني دولار أمريكي، ثم وصل حجم الصناديق الاستثمارية في الولايات المتحدة الأمريكية إلى أكثر من ٢,٥ تريليون دولار أمريكي ووصل عدد الصناديق الاستثمارية إلى أكثر من ٥٠٠٠ صندوق استثماري[٢] .



وبعد ذلك انتقل أسلوب الاستثمار المشترك بأشكال أخرى مختلفة في الدول الأوروبية كفرنسا، وسويسرا وبلجيكا وألمانيا، وأهم هذه الأشكال المستخدمة ما يعرف بشركات الاستثمار ذات رأس المال المتغير (SICAV) و صناديق أو أموال الاستثمار المشترك (FCP) .

ومنذ أواسط الثمانينات إلى أواخر التسعينات من القرن العشرين دخلت هذه الأساليب في الدول العربية ولاقت الانتشار الواسع، وقد اشتهرت تسميتها بصناديق الاستثمار، وصدرتبشأنها عدد من القوانين واللوائح التنظيمية كما هو الشأن في المملكة العربية السعودية، والكويت، ثم جمهورية مصر العربية ودولة البحرين وعمان، فالمغرب ولبنان والأردن، وغيرها .

وتعتبر السعودية هي الأسبق في خوض تجربة الصناديق الاستثمارية حيث أنشأ البنك الأهلي التجاري أول صندوق استثماري باسم "صندوق الأهلي للدولار قصير الأجل" في ديسمبر ١٩٧٩م، ولكن لم تصدر قواعد تنظيم صناديق الاستثمار في السعودية إلا بعد ١٤ عام من ظهور أول صندوق أي في سنة ١٩٩٢م . ولقد بلغ عدد الصناديق لدى البنوك السعودية حوالي بنهاية عام ٢٠٠٧م . أما الكويت فهي الدولة العربية الثانية التي خاضت التجربة في إصدار الصناديق الاستثمارية حيث بدأت عام ١٩٨٥م .



نهاية الفترة	عدد الصناديق العاملة	الأصول المحلية (مليار ريال)	الأصول العالمية	إجمالي أصول الصناديق	عدد المشتركين
١٩٩٢	٥٢	٥,٣	٧,١	١٢,٤٠	٢٣١٦٢
١٩٩٣	٦٠	٧,٤	٨,٤	١٥,٨٠	٢٤١٧٠
١٩٩٤	٦١	٥,٢٨	٦,٨٣	١٢,١١	٣٠٩٤٥
١٩٩٥	٧١	٥,٧٧	٧,١٩	١٢,٩٦	٣٣٠٥١
١٩٩٦	٨٣	٨,١٥	٨,٥١	١٦,٦٦	٤٥١٣٦
١٩٩٧	١٠٤	١١,٢٢	١٠,٢٢	٢١,٤٣	٦٣٣٠٧
١٩٩٨	١٢١	١٢	١٣,٠١	٢٥,٠١	٦٩٥٤٣
١٩٩٩	١٣٤	١٥,٩٧	١٨,٧١	٣٤,٦٨	٧٩٣٢٢
٢٠٠٠	١٣٨	١٦,٥٨	٢١,٩٧	٣٨,٥٦	٩٥٨٠٠
٢٠٠١	١٣٨	٣٠,٤٢	١٩,٦٤	٥٠,٠٦	١٧٣٩٩٩
٢٠٠٢	١٤٣	٣٢,٨٣	١٥,٩٩	٤٨,٨٢	١٦٥٠٤٤
٢٠٠٣	١٧٠	٣٧,٢٢	١٦,٦٥	٥٣,٨٧	١٧٢١٩٧
٢٠٠٤	١٨٨	٤٤,٤٩	١٥,٨٣	٦٠,٣٢	١٩٨٣٥٧
٢٠٠٥	١٩٩	١١٥,٦٦	٢١,٣١	١٣٦,٩٧	٥٦٨٢٨٤
٢٠٠٦	٢١٢	٦١,٦٩	٢٢,٥١	٨٤,١٩	٤٩٨٧٩٣
٢٠٠٧					
الربع الأول	٢١٥	٥٩,٢٠	٢٢,٠٤	٨١,٢٤	٤٧٥٢٩١

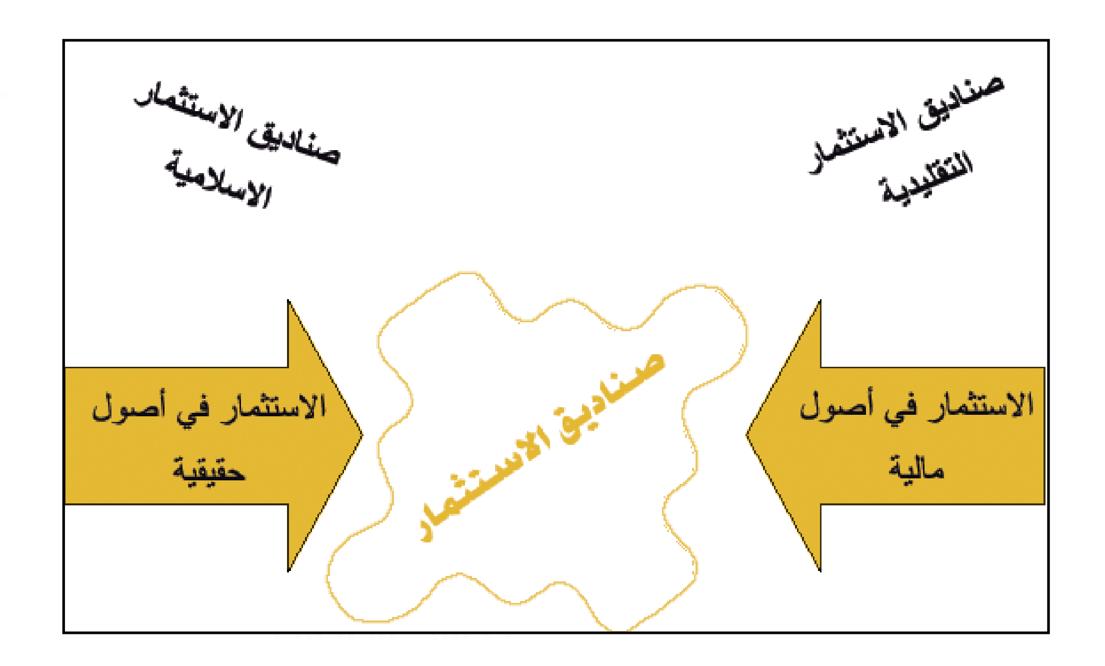
رابعا: تعريف الصناديق الاستثمارية وخصائصها

الصناديق الاستثمارية حسب أغلب التعريفات التقليدية هي عبارة عن كيانات مالية تعمل على تجميع مدخرات الراغبين في الاستثمار في الأوراق المالية في وعاء واحد واستثمارها في شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة من قبل جهات متخصصة في مجال إدارة وتنظيم الاستثمارات المشتركة . ويظهر من هذه التعريفات أن الوظيفة الأساسية لصناديق الاستثمار هي توجيه ما يتجمع لدى الصندوق من مدخرات نحو الاستثمار في مجال الأوراق المالية من أسهم وسندات وأذونات خزانة بما يعني أن تكون هذه الصناديق أداة لتنشيط سوق المال .

وقد جاء في النشرة التعريفية لهيئة سوق المال السعودية بأن صناديق الاستثمار في عبارة عن محفظة استثمارية مشتركة تسمح لأي عدد من المستثمرين حسب رغبتهم وقدرتهم المالية وبمبالغ متواضعة بالاشتراك فيها من خلال شراء حصة من أصولها تسمى بالوحدة، ويتم تقييم هذه الوحدة دوريا، وتستثمر الصناديق الاستثمارية في الأسهم أو السندات او النقد أو العملات، وغيرها من الأدوات الاستثمارية.

ويلاحظ من هذه التعريفات أن نشاط الصناديق الاستثمارية بالمفهوم التقليدي يقتصر توظيف الأموال في تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، وذلك عن طريق استخدامها في شراء أسهم الشركات والمشروعات القائمة فعلا أو في الأوراق المالية التقليدية القائمة على المديونية، وهذه الأمر يجعل من الصناديق مجرد أوعية خادمة للسوق الثانوية التي تتسم بتداول الأموال من مساهم إلى آخر دون أي إضافة إلى الأصول الإنتاجية في المجتمع .

أما الصناديق الاستثمارية في المفهوم الإسلامي فهي أشمل حيث تتسع لتشمل بالإضافة إلى الاستثمار في الأوراق المالية القائمة المتوافقة مع الشريعة الإسلامية مجالات استثمارية أخرى حقيقية مباشرة مع شركات الأعمال من خلال صيغ التمويل والاستثمار المشروعة مثل المرابحة والإجارة والاستصناع والمشاركة والمضاربة وغيرها أي أن استثماراتها تشمل توفير الموارد لانتاج أصول حقيقة وخلق ثروات جديدة في المجتمع، وهو ما يتماشى مع تسمية هذه الأوعية بالصناديق الاستثمارية . ولذلك أشار عدد من الباحثين أن تسمية الصناديق التقليدية بالصناديق الاستثمارية لا يتسم بالدقة، والأصح أن تكون تسميتها أخص في الدلالة فيطلق عليها صناديق توظيف الادخار وليس صناديق استثمارية [٣].



ولذلك فإن التعريف المناسب لصناديق الاستثمار الإسلامية أنها أوعية أو ذمة مالية مستقلة لتجميع مدخرات الأفراد والمؤسسات ذات الفائض بغرض استثمارها في مجالات استثمارية متعددة وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية من خلال جهة ذات خبرة حسب رغبات هؤلاء المستثمرين واحتياجاتهم ودرجة تقبلهم للمخاطر .

وقد عرف المعيار المحاسبي الصناديق الاستثمارية بأنها أوعية مالية مستقلة عن الجهات المنشئة لها تتكون من مساهمات في صورة أسهم أو وحدات متساوية تمثل ملكية أصحابها في الموجودات واستحقاقهم الربح أو تحمل الخسارة، وتدار بالمضاربة أو الوكالة بالاستثمار. ونشير هنا إلى أهمية وصف هذه الصناديق بأنها أوعية مالية مستقلة حيث جاء في تحديد نطاق هذا المعيار توضيح هذه الاستقلالية بأنها استقلالية في الذمة المالية عن الجهة المنشئة للصندوق سواء كانت لتلك الصناديق شخصية اعتبارية مستقلة أم لم تكن .

ومن المهم هنا الإشارة إلى مسألة الذمة المالية والشخصية المعنوية أصبحت في عالمنا المعاصر من الأمور الجوهرية التي يقوم عليها تأسيس الشركات والكيانات الاعتبارية، وهي معان معتبرة في الشريعة الإسلامية حيث إن فقهاء المسلمين وإن لم يعرفوا تعبير الشخصية المعنوية أو الاعتبارية إلا أنهم عرفوا معناها حين بحثوا في الذمة، فجعلوا للوقف والمسجد وبيت المال ذمة، وكان لها إذن شخصية معنوية بالتعبير الحديث، ولذلك قال الفقهاء بأن

الوقف له ذمة مستقلة يستحق ويستحق عليه وتجري العقود بينه وبين أفراد الناس من ايجار وبيع واستبدال وغير ذلك، كما أنهم اعترفوا للمسجد بذمة تقديرية مستقلة ومنفصلة عن ذمة القائمين على شؤونه، فله أن يمتلك وأن يوهب له ويوقف عليه، كما أن بيت المال له أحكاما توجب منه وله كثيرا من الحقوق .

وعلى هذا الأساس يشترط في الصناديق الاستثمارية كذمة مستقلة عن الجهة التي تصدره وعن باقي الأطراف المتداخلة في إنشائه بحيث تكون قابلة لاكتساب الحقوق والالتزام بالواجبات . وهذا الأمر متفق عليه من الناحية الفقهية ومن الناحية القانونية .

أما تمتع الصناديق بالشخصية المعنوية بمعنى أنه يعتبر شخصا معنويا مستقلا عن أشخاص المساهمين فيه، فهو أمر مختلف فيه، فبعض القوانين تشترط أن يكون لها أحيانا شخصية معنوية، وبعضها لا يشترط ذلك . فنجد مثلا أن بعض القوانين تشترط على الشركات التي تقوم بإصدار مثل هذه الصناديق بأن تحصل على الترخيص اللازم، وأن يتم تقييدها في السجل التجاري، والنشر في الجريدة الرسمية حتى تكتسب الشخصية الاعتبارية، وهو ما ورد على سبيل المثال في القانون الكويتي رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠ الذي سمح للشركات المساهمة الكويتية التي يدخل ضمن أغراضها الأموال لحساب الغير أن تنشئ صناديق استثمار مالية، ونص في مادته الثامنة على أنه: « يكون لكل صندوق من صناديق الاستثمار شخصية اعتبارية وذمة مالية مستقلة عن الشركة التي قامت بإنشائه، ويمثل مدير الصندوق – أو من يفوضه – صندوق الاستثمار في علاقته بالغير وأمام القضاء، ويكون له حق التوقيع عنه» .

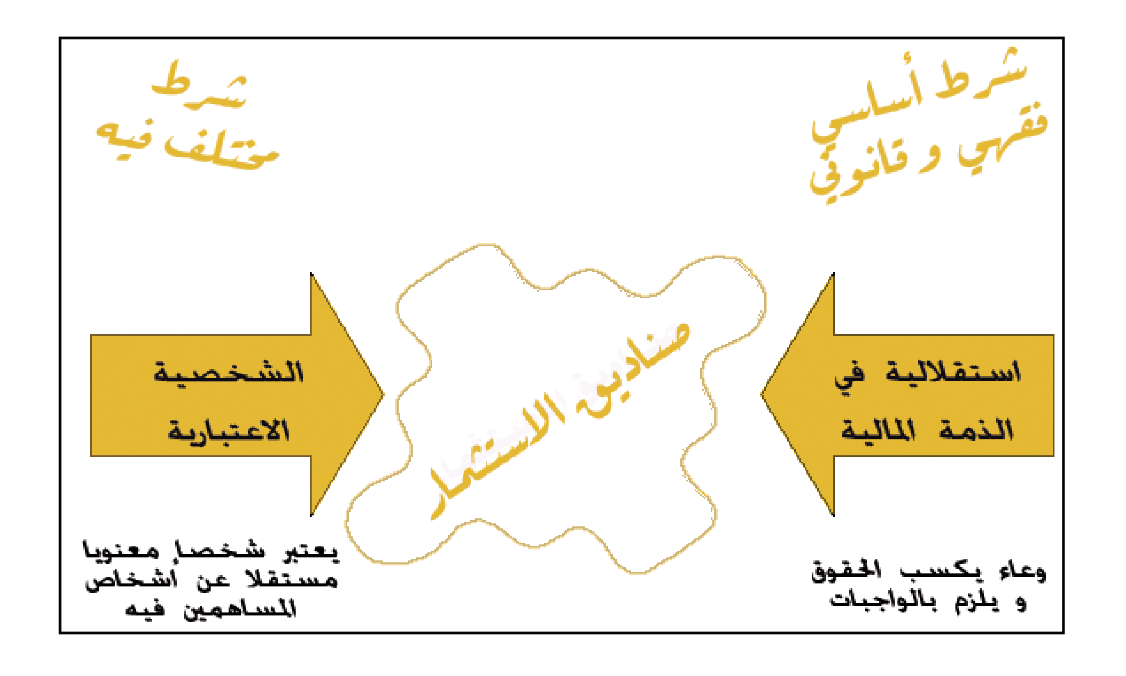
وعلى خلاف ذلك نص القانون المصري ١٩٩٢/٩٥ أن صناديق الاستثمار التي تنشئها البنوك وشركات التأمين بنفسها مباشرة (دون الحاجة لوجود شكل شركة المساهمة) لا يشترط أن تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وإن كانت أموال هذا النوع من الصناديق وحساباتها تبقى مفرزة عن أموال وحسابات المؤسسة المالية المنشئة لها (أي البنوك وشركات التأمين) وكذلك عن أموال مدير الصندوق .

كما نصت لائحة صناديق الاستثمار في السعودية في المادة ٣١ على الذمة المالية دون الشخصية المعنوية حيث جاء في الفقرة (أ) أنه يجب على مدير الصندوق فتح حساب منفصل لدى بنك

محلي باسم كل صندوق استثمار يقوم بتأسيسه لايداع جميع المبالغ الخاصة بالصندوق التي يتم استخدامها لتمويل الاستثمارات ومصاريف التشغيل وخدمات الإدارة للصندوق بموجب شروط وأحكام الصندوق وأحكام اللائحة . وجاء أيضا في الفقرة (ب) من نفس المادة أنه يجب على مدير الصندوق أن يفصل ويحدد بشكل مستقل (وذلك بالتسجيل باسم الصندوق) الأوراق المالية والأصول الأخرى لكل صندوق وأ يحتفظ بالسجلات الضرورية وغيرها من المستندات التي تؤيد تأدية التزاماته التعاقدية .

ومن ناحية أخرى نص المشرع الفرنسي صراحة على عدم تمتع صناديق (FCP) الشخصية المعنوية المستقلة على عكس النوع الثاني من الصناديق المفتوحة والمعروفة باسم (SICAV) وهي شركات مساهمة تتمتع بالشخصية المعنوية بقوة القانون ولكنها ذات رأس مال متغير .

وعلى أساس هذه التفرقة بين وجود أو عدم وجود الشخصية المعنوية للصندوق الاستثمارى تترتب بعض النتائج الهامة على مستوى العلاقات التعاقدية بين جهة إصدار الصندوق وباقي الأطراف ذات العلاقة . فإذا ثبتت الشخصية المعنوية للصندوق فإنه هو الذي يتعاقد مع مدير الاستثمار والأمين وغيرهم من الأطراف، أما إن لم يثبت له ذلك فجهة الإصدار هي تي تتعاقد باعتبارها تملك سلطة التعبير عن إرادته بصورة يعتد بها القانون، أي أنها تكون هي الرداء القانوني للصندوق (٤).



خامسا: القوانين والأنظمة الخاصة بصناديق الاستثمار

أصدرت كثير من الدول العربية والإسلامية قوانين تنظم الصناديق الإستثمارية وذلك لتحقيق الأهداف التالية:

- مواكبة المستجدات الاستثمارية على المستوى الدولي، وتمكين البنوك المحلية من منافسة المؤسسات الاقليمية والعالمية في تأسيس الصناديق.
- تنويع الوسائل والأوعية الاستثمارية بما يتلائم مع رغبات المستثمرين ويحقق جذب مزيد من الموارد الوطنية .
- تطوير معايير الرقابة والاشراف بما يحقق حماية جميع المستثمرين
- التحقق من أن المؤسسات التي تقدم هذه الخدمات هي فقط المؤسسات ذات رأس المال القوي والسمعة الطيبة والادارة المؤهلة .
- التأكد من أن نوعية هذه الخدمات ووضع السوق في تحسن مما يقوي ثقة المستثمرين فيها .

وفي ما يلي عرض موجز لأهم القوانين والأنظمة الصادرة بشأن صناديق الإستثمار

السعودية :

- قرار وزاري رقم ٢٠٥٢/٣ وتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤هـ الموقع من وزير المالية والاقتصاد محمد أبا الخيل.
- تعميم لجميع البنوك العاملة بالمملكة ١٤١٣/١٢/٣ هـ الصادر من مؤسسة النقد والموقع من المحافظ حمد السياري.
- التعليمات المفصلة لمؤسسة النقد السعودي الصادرة في ١ سبتمبر من سنة ١٩٩٨م.
- بناء على نظام السوق المالية الصادر بالمرسوم الملكي في ١٤٢٤/٦/٢هـ، تؤول إلى الهيئة صلاحية تنظيم صناديق الاستثمار التي تديرها البنوك خلال سنتين من صدور هذا النظام.

الكويت :

- القانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات.

- القانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠ في شأن تنظيم تداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار هو يلغي قانون رقم ٣٢ لسنة ١٩٧٠.
- القرار الوزاري رقم ١١٣ لسنة ١٩٩٢ الخاص باصدار اللائحة التنفيذية للمرسوم بالقانون رقم ٣١ لسنة ١٩٩٠م بشأن إنشاء صناديق الاستثمار.

مصر :

- قانون سوق رأس المال الصادر بالقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م
- اللائحة التنفيذية الصادرة بالقرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ (قرار وزير الاقتصاد والتجارة).

سلطنة عمان :

- مرسوم سلطاني رقم (٨٠ / ٩٨) الصادر بتاريخ ٩ / ١١ / ١٩٩٨ م بشأن قانون سوق رأس المال.

لبنان :

- القرار رقم ٧٠٧٤ الصادر من مصرف لبنان بتاريخ ٥ / ٩ / ١٩٩٨ م بشأن هيئات الاستثمار الجماعي.

الامارات العربية المتحدة :

- نظام شركات الاستثمار المالية ومؤسسات وشركات الاستثمار المصرفية والمالية الصادر بتاريخ ١٤ / ٨ / ١٩٩٤ م .

البحرين :

- نظام برامج الاستثمار المشترك الصادر عن مؤسسة النقد البحرين بتاريخ ١٨ / ١١ / ١٩٩٢ م
- نظام برامج الاستثمار المشترك الصادر عن مؤسسة النقد البحرين بتاريخ ٤ / ١١ / ١٩٩٥ م
- اللائحة الخاصة بأحكام تأسيس وتنظيم العهد المالية (الترستات) والرقابة عليها الصادرة سنة ١٩٩٨ م

تونس :

- القانون عدد ٩٢ لسنة ١٩٨٨ الصادر بتاريخ ٢ / ٨ / ١٩٨٨ م بشأن شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت والمتغير .
- القانون عدد ١١٣ لسنة ١٩٩٢ الصادر بتاريخ ٢٣ / ١١ / ١٩٩٢ م المنقح لقانون شركات الاستثمار ذات رأس المال الثابت والمتغير لسنة ١٩٨٨.

سادسا: أنواع صناديق الاستثمار

تنقسم صناديق الإستثمار إلى عدة أنواع بحسب العناصر التالية :

١-من حيث العملة:

هناك صناديق تستثمر فقط في الأدوات المالية المقومة بالعملة المحلية (أي الريال السعودي مثلا بالنسبة للمملكة العربية السعودية) بينما هناك صناديق تستثمر فقط في أصول مالية مقومة بعملة أجنبية كالدولار الأمريكي التي تقيم بها أصول الصندوق و تحتسب بها أسعار الوحدات، و هذا كما تستثمر بعض الصناديق في أسواق العملات الرئيسية.

٢-من حيث نوعية الأصول للصندوق:

- صناديق السوق النقدية: وهي تلك التي تستثمر الموال في أدوات سوق النقد (مثل اذونات الخزينة و الودائع الثابتة وشهادات الإيداع) لفترات قصيرة لا تزيد في الغالب عن سنة.
- صناديق الاستثمار في سوق راس المال: و هي تلك التي تستثمر الأموال في أدوات السوق المالية والتي من أهمها سندات التنمية الحكومية و الأسهم و سندات الشركات وغيرها.
- صناديق الاستثمار في سوق الصرف الأجنبي و المعادن الثمينة.
- صناديق الاستثمار في الأصول العقارية
- صناديق الاستثمار في سوق عقود الأجل و الخيارات
- الاستثمارات في وحدات صناديق الاستثمار الأخرى.

٣-من حيث السياسة الاستثمارية للصندوق:

يمكن تصنيف صناديق الاستثمار حسب السياسة الاستثمارية المتبعة لدى مدير الصندوق الى ما يلي:

صناديق للمحافظة على رأس المال: وهي الصناديق التي تهدف الى عدم تحميل المستثمر أي خسائر و تدير أصولها بعناية و ذلك للمحافظة على راس المال المستثمر كهدف رئيسي.

صناديق النمو: وهي الصناديق التي لا تبحث عن الاحتفاظ براس المال في معظم الأوقات و تتعرض للتقلبات في الأسواق و لكنها تهدف إلى تحقيق نمو راس المال من خلال الاستثمار في جميع أنواع الأصول.

صناديق الدخل: وهي الصناديق التي لا تهدف الى المحافظة على راس المال و لكن تبحث عن الحصول على دخل على الكدى الطويل.

٤-من حيث مكان التأسيس للصندوق:

صناديق محلية: وهي الصناديق التي يتم تأسيسها محليا وتدار من قبل جهات محلية و يطلق عليها (Inland Funds).

صناديق خارجية : وهي الصناديق التي تؤسس في الخارج لتسويقها محليا وذلك في دول تكون أنظمة الحماية للمستثمرين فيها مرنة أو أنها ملجأ للحماية من الرسوم الضريبية و تعرف هذه الصناديق باسم (Off-Shore Funds).

٥-من حيث سياسة الإسترداد:

الصناديق المفتوحة: وهي التي تتيح شراء الوثائق واسترداد قيمتها عن طريق الجهة المصدرة لها وعليه يتغير عدد الوثائق المصدرة ويتم تقييم محفظة الصندوق على اساس سعر الاقفال اليومي للاوراق المالية المملوكة للصندوق يضاف اليه جميع الايرادات والارباح وتخصم المصروفات والخسائر التي يتعرض لها الصندوق للوصول الى القيمة الصافية للاصول. وعادة ما يتم نشر القيمة الصافية للاصول لصناديق الاستثمار بصفة دورية اسبوعيا او شهريا او نصف سنويا حسب السياسة المتبعة,

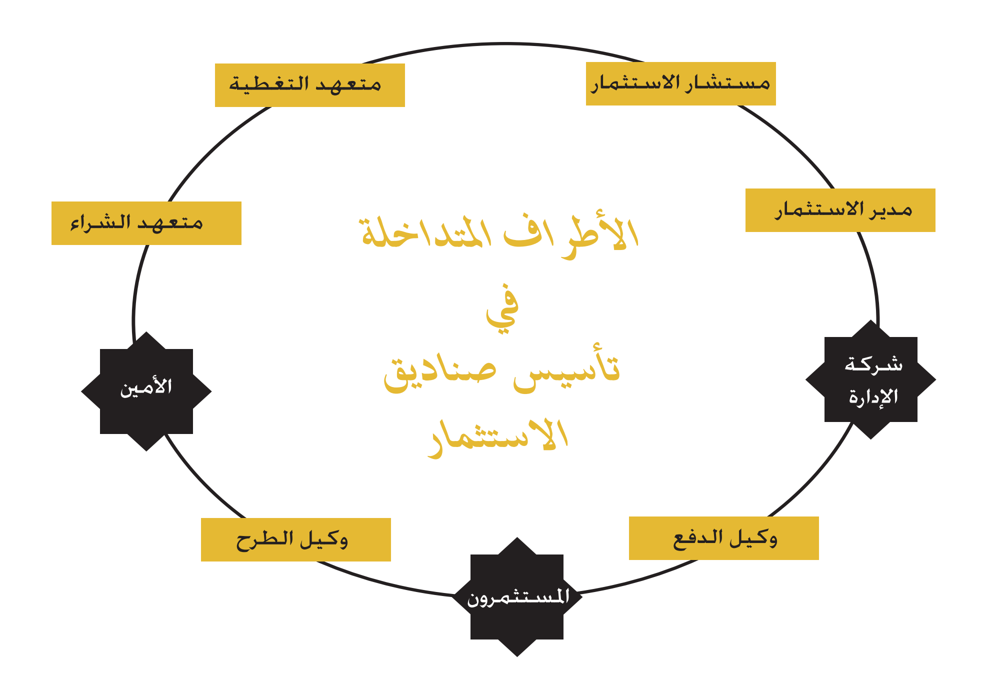
الصناديق المغلقة: وهي التي تتميز بثبات اجمالي عدد الوثائق المصدرة فلا يتم استردادها الا في نهاية مدة الصندوق وتسجل وثائق الصندوق في بورصة الاوراق المالية للتداول ويتحدد سعرها حسب العرض والطلب عليها مع الاخذ في الاعتبار ان التداول قد يكون بأسعار اكثر او اقل من صافي قيمة اصولها.

المبحث الثاني :
الأطراف المشاركة في هيكلة وإدارة الصناديق الاستثمارية

هناك مؤسسات كثيرة تساهم وتشارك فيما بينها لأجل تقديم صندوق استثماري لجمهور المستثمرين متميز من حيث الربحية والتداول ومستوى المخاطر. وتترابط مهام هذه المؤسسات في سلسلة حلقات متكاملة قد يتم تأديتها بشكل انفرداي من مؤسسة واحدة، وقد تشترك أكثر من مؤسسسة في مهمة واحدة، كما يمكن أن تتولى المؤسسة الواحدة أكثر من مهمة .

وهذه الأطراف هي:

- شركة الإدارة
- الأمين
- مدير ومستشار الاستثمار
- متعهد تغطية الاكتتاب
- متعهد إعادة الشراء
- وكيل الطرح ووكيل الدفع .



أولا: شركة الإدارة (الركيزة الأولى في عملية الاستثمار المشترك)

١- تأسيس شركة الإدارة أو جهة الإصدار

تنطلق الفكرة الأساسية للصندوق الاستثماري من وجود جهة معينة تتولى إنشاء هذا الوعاء المشترك، ويمكن أن نسمي هذه الجهة بجهة الإصدار، أو بالمؤسس، أو شركة الإدارة أو مدير الصندوق.

يشترط أن تتوافر في جهة الإصدار عددا من الشروط المحددة في قوانين مختلف البلاد، سواء من حيث تحديد الشكل القانوني لشركة الإدارة أو الحد الأدنى لرأس مالها أو الخبرة المطلوبة، أو دفع تأمين نقدي لجهة الإشراف، وغيرها من الشروط التي تهدف إلى حماية المستثمرين وتحقيق استمرار واستقرار أموال الصناديق المنشئة والمدارة من قبلها.

ومن بين الشروط الواردة في بعض القوانين والأنظمة العربية نذكر مايلي:

- تحديد الشكل القانوني: فقد نصت أغلب القوانين أن تكون جهة الإصدار شركة مساهمة، وقد نصت المادة ٦ الخاصة بشروط الترخيص من لائحة أعمال الأوراق المالية والأشخاص المرخص في المملكة العربية السعودية بأن يكون مقدم الطلب مؤسسا في المملكة وأن يكون شركة تابعة لبنك محلي، أو شركة مساهمة، أو شركة تابعة لشركة مساهمة سعودية تمارس أعمال الخدمات المالية، أو شركة تابعة لمؤسسة مالية أجنبية مرخص لها حسب نظام مراقبة البنوك الصادر بالمرسوم الملكي رقم م/٥ تاريخ ١٣٨٦/٢/٢٢ هـ
- أن يكون لجهة الإصدار رأس مال لا يقل عن حد أدنى معين، حدد في السعودية على سبيل المثال بمبلغ ٥٠ مليون ريال لترخيص أعمال التعامل والحفظ والإدارة، و٢ مليون ريال لترخيص عمليات الترتيب، و٤٠٠ ألف ريال لترخيص تقديم المشورة.
- أن تدفع جهة الإصدار تأمينا نقديا لجهة الإشراف كما جاء في المادة من القانون المصري بأن هذا المبلغ يتم تحديده ووضع القواعد والإجراءات

المنظمة للخصم منه واستكماله وادارة حصيلته وكيفية رده بموجب قرار من مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق رأس المال .

- أن يتوفر في الأشخاص القائمين بمهام إدارة صناديق الاستثمار مؤهلات كافية ومهارات ودراية فنية تمكنهم من أداء واجباتهم ، حيث اشترطت جميع القوانين والأنظمة أن تتوافر في المدراء الخبرة المهنية المناسبة والنزاهة وسلامة اتخاذ القرارات التي تتطلبها طبيعة وظائفهم، وأن يكونوا قادرين على الوفاء بالتزاماتهم بعناية فائقة لحماية المستثمرين .

وتتميز شركات الإدارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصلة لكل وعاء. وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقا لأحكام نظام كل صندوق، وقرارات جهة الإشراف، والقوانين السائدة . كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانونا في علاقتها مع الغير وأمام القضاء .

٢- مهام شركة الإدارة أو جهة الإصدار

من الأعمال التي تقوم بها جهة الإصدار ما يلي :

- إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معيّن أو مشروع أو مشاريع معيّنة بحيث تبيّن جدوى الاستثمار فى ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية .
- إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديدا لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه وأهدافه الاستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة والمستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد ومواعيدها، ومختلف العلاقات المترتبة على إنشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها .

- الحصول على موافقة جهة الإشراف على إنشاء الصندوق : وذلك بتقديم الطلب متضمنا المعلومات والمستندات المطلوبة، ولا سيما :
  - نسخة من نظام الصندوق الذي سيكون أساس التعاقد بين الجهة المصدرة والمستثمرين . وكذلك نسخة من الكتيبات والنشرات الدعائية التي ستطرح على جمهور المستثمرين .
  - البيانات الخاصة بالمدير المسؤول عن الصندوق، وأي اتفاقية مبرمة مع الجهات التي لها علاقة مع الصندوق، ولا سيما الأمين على الصندوق، ومتعهد تغطية الاكتتاب، ومتعهد إعادة شراء الوحدات، والموزعون، ومدير الاستثمار أو/و مستشار الاستثمار، والمحاسب القانوني .
  - بيان الأتعاب والعمولات التي ستحصل عليها جهة الإصدار وباقي الجهات ذات العلاقة .
- بعد إبرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الإشراف، تبدأ شركة الإدارة في تقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص أو أسهم مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون اقتناؤها عبارة عن المشاركة في ملكية حصّة من رأس مال الصندوق . وتشكل لائحة كل صندوق ونشرة الاكتتاب الإطار التعاقدي بين جهة الإصدار والمستثمرين مالكي الوحدات حيث تتضمن الشروط والأحكام والمعلومات الضرورية التي تساعد المستثمرين على اتخاذ قرار سليم ومدروس بخصوص الاستثمار المقترح.



٣ – مسؤوليات شركة الإدارة أو جهة الإصدار

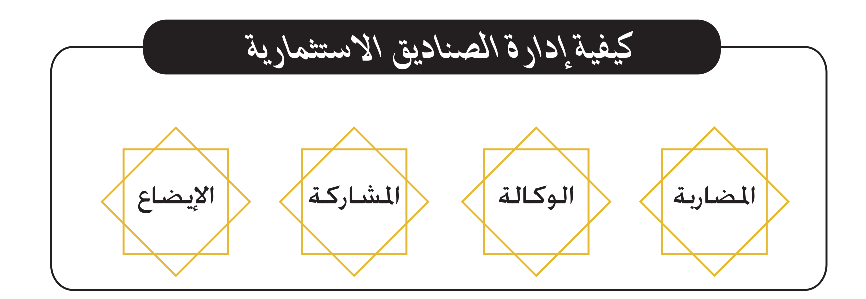
تضع الجهات الإشرافية على مديري الصناديق عدد من المسؤوليات نذكر منها :

- تطبيق شروط وأحكام مماثلة على جميع مالكي الوحدات في الصندوق من الفئة نفسها.
- تزويد مالكي الوحدات بنسخة حديثة من شروط وأحكام الصندوق، وإشعارهم بأي تغيير جوهري عليها قبل تاريخ سريانها بستين ٦٠ يوما على الأقل، وكذلك إشعار الجهة الإشرافية بأي تغييرات أو تعديلات ضرورية مقترحة .
- العمل لمصلحة مالكي الوحدات وفقا لشروط وأحكام الصندوق، وتتضمن مسؤوليات الأمانة واجب الإخلاص والاهتمام وبذل الحرص المعقول .
- الالتزام باتباع أساليب وسياسات الاستثمار كما وردت في لائحة الصندوق، وطبقا للتعليمات التي تصدر إليه في هذا الشأن من جهة الإشراف، وعدم تعديل سياسات الاستثمار دون موافقة تلك الجهات الاشرافية .

- تحمل المسؤولية في حالة التعدي والتقصير أو مخالفة الشروط المحددة في لائحة الصندوق.
- عدم ممارسة أي عمل ينطوي على أي تضارب جوهري بين مصلحته ومصلحة أي صندوق استثمار يديره، وأي تضارب بين مصلحة الصندوق ومصلحة أي صندوق استثمار آخر يديره أو مصلحة حساب عميل.
- تعيين مجلس إدارة لكل صندوق بعد الحصول على موافقة الجهة الإشرافية ليقوم بالتأكد من سلامة عمل الصندوق ومراقبة أعمال مدير الصندوق، وحماية مصالح مالكي الوحدات.
- إدارة الصندوق كذمة مالية مستقلة، حيث يكون صافي أصول الصندوق مملوكا لمالكي الوحدات في هذا الصندوق مجتمعين، وليس لمدير الصندوق أو مدير الصندوق من الباطن أو لغيرهم أي مصلحة في هذه الأصول أو مطالبات ضدها إلا إذا كان مدير الصندوق مالك وحدات في الصندوق.
- عدم إدخال حسابات الصناديق في ميزانية مدير الصندوق، وإبقاؤها خارج الميزانية العمومية له، ولكن لا مانع من اظهار استثمارات جهة الإصدار في وحدات الصندوق وكذلك التمويلات التي يمنحها للصندوق ضمن ميزانيته العمومية مع الاستثمارات الأخرى لمدير الصندوق.

٤- تكييف العلاقة بين شركة الإدارة والمستثمرين

يمكن من الناحية الفقهية إنشاء وإدارة الصناديق الاستثمارية على أساس المضاربة أو المشاركة، أو الوكالة، أو الإبضاع.



أ- إدارة الصناديق على أساس المضاربة :

تدار صناديق الاستثمار على أساس عقد المضاربة حيث تقوم جهة الإصدار المنشئة للصندوق بدور (المضارب)، وهي تتولى جمع رأس مال المضاربة من حصيلة الاكتتاب في الصكوك الاستثمارية المطروحة، كما تقوم باستثمار المال حسب الشروط المبنية في نشرات الاكتتاب . أما المكتتبون في رأس مال الصندوق فهم يمثلون في مجموعهم (رب المال) .

وهذه الصيغة تندرج تحت إحدى صور المضاربة التي أقرّها الفقهاء، وهي المضاربة التي يتعدّد فيها رب المال فيشارك أكثر من شخص في تقديم المال بينما تنفرد جهة ما بتقديم العمل . كما أن هذه الصيغة تندرج تحت المضاربة المقيّدة التي يلتزم فيها المضارب بجميع القيود والشروط المفيدة التي يضعها ربّ المال لحماية أمواله، غير أن هذه القيود والشروط في الصناديق الاستثمارية يضعها المضارب نفسه في نشرة الإصدار وليس لرب المال سوى القبول أو الرفض والبحث عن صناديق منافسة أخرى، ولا يوجد في ذلك أي مانع لأنّ رب المال بموافقته على نشرة الإصدار يكون قد أقرّ تلك القيود . والشروط الجائزة في الشرع يمكن أن تحدّد من جانب رب المال فيقبل بها المضارب أو العكس .

والمتبع في صورة المضاربة لإدارة الصندوق والإصدار هي المضاربة المقيدة حيث تشتمل نشرة الإصدار على القيود والشروط التي تحدد مسار الاستثمار من حيث مجاله وكيفيته، وذلك في النظام واللوائح التي يضعها المدير (المضارب) ويبدي استعداده للتقيد بها[٥]، ولا أثر لكون مصدر التقييد هو رب المال مباشرة، أو المضارب بموافقة رب المال لأن إسهام المشاركين في وحدات الصندوق أو الإصدار بحسب شروط النشرة هو احتفاظ منهم بقيودها وكأنها صادرة منهم أصالة، وهذا هو الوضع المناسب لكثرة عدد المشاركين إذ ليس بالإمكان استقطاب قيودهم الفردية بما يتعذر معه إدارة المضاربة بما يحقق رغبات الجميع .

ب- إدارة الصناديق على أساس الوكالة :

ليست المضاربة هي السبيل الوحيد لإدارة الصناديق، فقد لا تقوم الرغبة لدى المدير والمشاركين في أن يكون مقابل عمل المدير حصة شائعة من الربح، بل تكون الرغبة أن يصار إلى تحديد مقابل عمل المدير بنسبة من المبالغ التي يديرها أي بمبلغ مقطوع يستحقه في جميع الأحوال وهذا ما يتحقق من خلال اعتماد الوكالة بالاستثمار بأجر معلوم، وغالبا ما تكون هذه النسبة من صافي قيمة الأصول N.AV ، والأجرة تستحق للمدير في مواعيد دورية حسب نظام الصندوق (سنويا، فصليا، أو شهريا). ويطبق أسلوب الوكالة خاصة في الحالات التي يكون فيها نشاط الصندوق ذو مخاطر مرتفعة كالاستثمار في الأسهم أو في العملات .

إن الاختلاف الأساسي بين الصناديق القائمة على أساس المضاربة والتي تقوم على أساس الوكالة هو أنه في المضاربة تنقطع صلة المشاركين عن الإدارة إلا من خلال ما في اللوائح من تعليمات وقيود منذ التعاقد، كما أن الجهة المصدرة تستحق بصفتها المضارب حصة معلومة بنسبة شائعة من الربح المتحقق بمعنى أن حصتها مرتبطة بما تحققه من نتائج وليس مبلغا مقطوعا محدد من البداية .

أما في الصناديق القائمة على أساس الوكالة فإن الأصل فيها أن يظل للمشارك بصفته الموكل دور أساسي في توجيه عملية الإدارة ولكن لا مجال لممارسة هذا الدور بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير وهم بقية المشاركين في الصندوق . ولذلك فإن الفرق الأساسي الذي يبقى بينها وبين صناديق المضاربة ينحصر أساسا في المقابل الذي تأخذه الجهة المصدرة : فهو في حالة المضاربة حصة شائعة من الربح الذي سيتحقق، وهو في حالة الوكالة مبلغ مقطوع (أجرة) تستحقه في جميع الأحوال سواء تحققت أرباح أم لا .

وليس هناك ما يمنع من خلط وكيل الاستثمار أمواله بأموال المشاركين، فإذا وقع ذلك فمن الواجب الفصل التام بين عقد الادارة وبين عقد إنشاء الصندوق، تجنبا لتخصيص مبلغ معلوم لأحد المشاركين (الشركاء) إذ ربما تتحقق أرباح

فيأخذ هو (عن طريق مقابل الادارة) دون بقية المشاركين . أما إذا كان عقد الادارة منفصلا عن عقد إنشاء الصندوق (عقد الشركة) فإن ما يأخذه من أجرة يحصل عليه بصفة أخرى مختلفة تماما عن صفة المشارك، فإذا فسخ عقد الاجارة استمر عقد المشاركة في الصندوق، والأصل أن يظل للمشارك (الموكل) دور أكبر من (رب المال) في توجيه عملية الإدارة لكن لا مجال لممارسة هذا الدور بسبب تعلق الوكالة بحقوق الغير وهم بقية المشاركين في الصندوق .

وقد جاء في فتاوى الحلقة الفقهية للبركة النص على إمكانية إدارة الصناديق بكل من المضاربة أو الوكالة فيما يلي :

« كما يجوز اعطاء المال لمن يعمل فيه بنسبة من الربح على أساس شركة المضاربة التي يستحق فيها العامل (المضارب) نسبة شائعة من الربح، يجوز اعطاء المال إلى من يعمل فيه على أساس عقد الوكالة بأجر معلوم، أو بنسبة معلومة من رأس المال، ويستحق الوكيل الأجرة سواء تحققت أرباح أم لا . وتطبق على هذه المعاملة أحكام الوكالة بأجر لا أحكام المضاربة .

وكذلك يجوز أن يتفق الموكل مع الوكيل باستثمار المال على أنه إذا بلغت الأرباح حدا معينا يستحق الوكيل زيادة مقدرة على الأجر المعلوم، في صورة نسبة من الربح أو مبلغ مقطوع، وهذه الزيادة هي من قبيل الوعد بجائزة، أما الأجر المعلوم فهو الذي يصح به عقد الوكالة » [٦] .

ج- إدارة الصناديق على أساس المشاركة :

في هذه الطريقة لا يخصص للمدير حصة من الربح منفصلة نظير عمله بل إما أن يتولى الإدارة بصفته أحد الشركاء أو المخول بذلك المهمة عنهم وذلك إما بنسبة ربح متناسبة مع حصته في رأس المال، وإما بحصة زائدة، بناء على جواز تفاوت الربح عن حصته التمويل (عند الحنفية والحنابلة).

والإدارة في هذه الطريقة تختلف عما يحصل في طريق الإدارة بالمضاربة من حيث جواز تدخل الشركاء في الإدارة، دون الإخلال بسريان ما سبق أن أبرمه من تصرفات إدارية بمفرده . والملاحظ أن هذا الأسلوب قليل التطبيق في الواقع العملي .

٥- رسوم الإدارة :

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته . تصمم طريقة احتساب رسوم المدير بحيث تولد الحوافز لديه على تحقيق النمو للصندوق بما يفيد جميع المشاركين ولذلك يعتمد حسابها على ما يسمى بالقيمة الصافية لأصول الصندوق . يقوم المدير عندئذٍ بحساب هذه القيمة الصافية بصفة دورية، وفي حالة الصناديق المفتوحة يفعل ذلك في يوم التسعير . ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها . ويتراوح أجور الإدارة غالباً بين ١٪ إلى ٥٪ من القيمة الصافية . فتزيد أجور المدير كلما كبر حجم أصوله .

فإذا اعتبرنا المدير وكيلاً عن المستثمرين فهي وكالة بأجر فلزم أن يكون الأجر معلوماً لصحة الوكالة لأن حكمها حكم عقود المعوضات الأخرى ولذلك يجب أن يكون الأجر معلوماً مقدماً وليس في نهاية فترة الإدارة. وان كان على أساس المضاربة فللمدير أن يحصل على جزء من الربح المتولد من الاستثمار .

ثانيا: الأمين (الركيزة الثانية في عملية الاستثمار المشترك)

بعد الانتهاء من مرحلة الإعداد للصندوق، والحصول على الترخيص من جهة الإشراف، ولكن قبل البدء بطرح الصندوق على الجمهور، تقوم جهة الإصدار بتعيين أمين للصندوق الذي تشترط وجوده أغلب القوانين في مختلف البلدان، بحيث يعتبر وجوده أساسي لاستكمال عناصر صندوق الاستثمار المشترك . فإذا كانت شركة الإدارة هي العنصر والمقوم الأول في بنيان صيغة الاستثمار المشترك، فإن وجود الأمين هو المقوم الثاني .

وتشترط جميع القوانين أن يكون الأمين مؤسسة مالية مقيدة ومعتمدة لدى جهة الإشراف، كما أن أغلب القوانين تنص على ضرورة استقلالية البنك الأمين عن شركة الإدارة للفصل بين وظيفة الإدارة ووظيفة الحفظ ولضمان قيام كل منهما بالوظائف المسندة إليه تحت رقابة الآخر، وقد سمحت بعض القوانين الأخرى إذا كانت شركة الإدارة أو جهة الإصدار بنكا أن تضطلع هذه الجهة بوظائف الإدارة ووظيفة الحفظ في آن واحد .

كما توجد أيضا بعض الاختلافات بين تلك القوانين، من حيث اشتراط تعيين الأمين قبل أو بعد تأسيس الصندوق، ومن حيث الدور المنوط به الأمين، وذلك كما يلي :

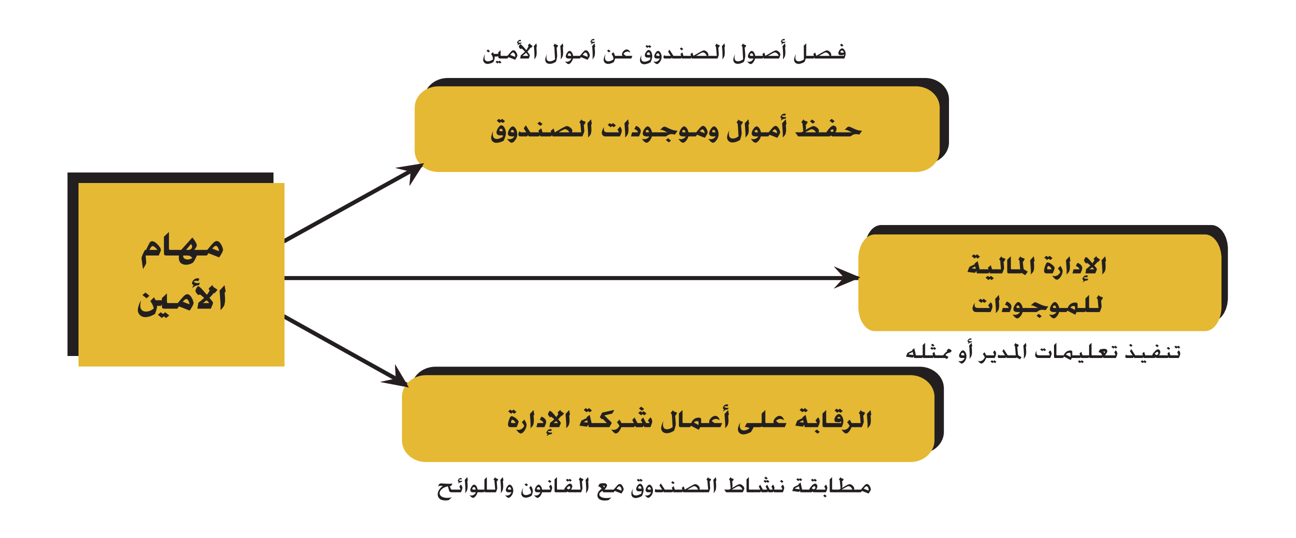
١- شروط تعيين الأمين

- يشترط تعيين الأمين وتدخله منذ اللحظات الأولى لتأسيس الصندوق، حيث يلزم مشاركته في وضع نظام إدارة الصندوق بالتعاون مع شركة الإدارة، وقد نصت بعض القوانين[٧] على: « أن تحديد حقوق والتزامات الملاك المشتاعين وشركة الإدارة والبنك المودع لديه في نظام تضعه شركة الإدارة بالاتفاق مع البنك المودع لديه قبل مباشرة عمليات الاستثمار المشترك » . وذهب القانون اللبناني إلى هذا الاتجاه حيث نصت مادته ٤/٣ على اشتراط اعلام مصرف لبنان بالوديع الذي سيكلف بحفظ موجودات الصندوق.

وقد كان القانون الكويتي أكثر وضوحا في اقراره لمبدأ الفصل بين وظيفة مدير الصندوق والأمين حيث جاد في المادة ٧٤أنه: « يجب أن يكون أمين الاستثمار مؤسسة كويتية مستقلة عن مدير الصندوق ».

- يشترط تعيين الأمين بعد نشوء الصندوق (مال الاستثمار) وليس قبل ذلك، بحيث تترك هذه المسألة لتقدير شركة الإدارة بحسب السياسة التي تتبعها لجذب الجمهور للاكتتاب في شهادات مال الاستثمار، فلها تعيين البنك الأمين في نظام الإدارة أو الاقتصار على بيان طريقة تعيينه مع استقلال شركة الإدارة بهذا التعيين لاحقا عند طرح الصندوق . وبذلك لا يشترط أن يكون الأمين طرفا مشتركا في وضع نظام الإدارة، وهو المسلك الذي ذهب إليه القانون البلجيكي .
- لا يشترط تعيين أمينا للصندوق أصلا في حالة كون شركة الإدارة أو الجهة المصدرة بنكا، لأنها في هذه الحالة تجمع بين دور شركة الإدارة ودور البنك الأمين في نفس الوقت، وهذا موقف القانون السويسري والألماني، وهذا ما ذهب إليه القانون المصري بشأن صناديق البنوك حيث نصت لائحته التنفيذية في المادة ١٨١ إلى أنه يحتفظ بالأوراق المالية التي سيستثمر الصندوق أمواله فيها لدى البنك المنشأ به الصندوق أو أي من البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري.

وتجدر الإشارة أيضا أن لائحة صناديق الإستثمار الصادرة عن هيئة سوق المال السعودية ذهبت كذلك إلى جعل تعيين الأمين اختياريا حيث نصت المادة ٢١ على أنه « يكون مدير الصندوق مسؤولا عن إدارة الصندوق وحفظ أصوله وخدمات إدارته، وتظل المسؤولية عليه في حال تعيين طرف آخر أو أكثر أو تابع.



٢- دور ومهام الأمين

يختلف دور ومهام الأمين أيضا بين قانون دولة وأخرى، فحيث نجد قائمة مفصلة ومتكاملة لمهام الأمين في بعض الأنظمة، نجد أن تلك المهام موزعة بين الأمين وشركة الإدارة من ناحية، أو بين الأمين وعدد من الجهات والمؤسسات الأخرى المتخصصة التي لها علاقة بالصندوق.

وبذلك يقتصر دور الأمين أحيانا على اعتباره مجرد حارس على موجودات الصندوق، وأحيانا يعترف له القانون أو نظام إدارة الصندوق بمهام وسلطات واسعة للغاية، ونذكر من هذه المهام ما يلي:

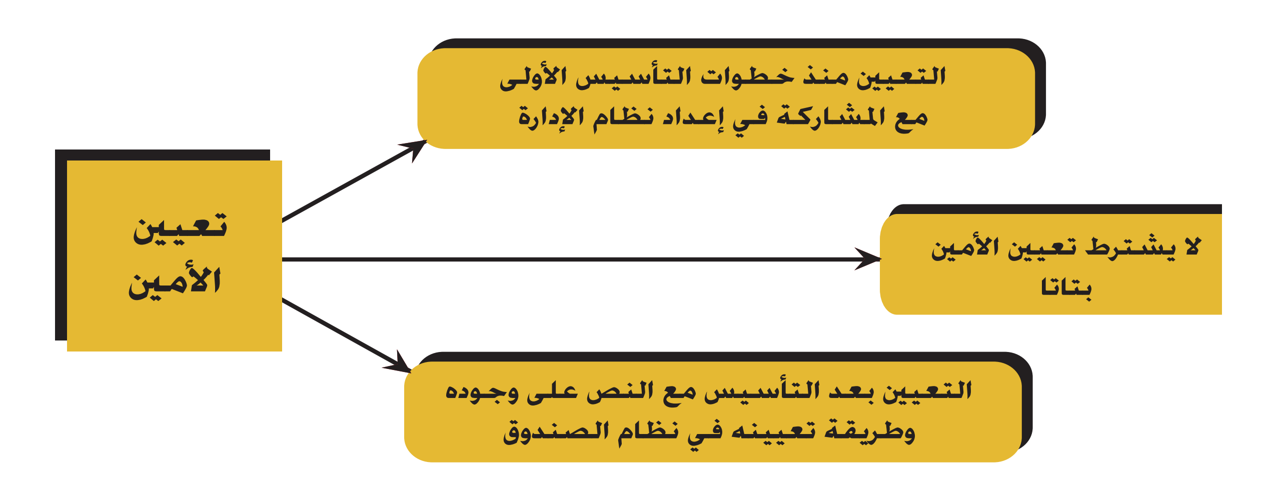
- حفظ موجودات الصندوق: تتمثل الوظيفة الرئيسية للأمين في الاحتفاظ لديه بالأموال النقدية والأوراق المالية، وغيرها من موجودات الصندوق بشكل مميز وواضح يسمح بتحديدها من بين أمواله الخاصة أو أي أموال أخرى يكون أمينا عليه أو يكون له الحق في الاستفادة منها.

  وهناك نوع من البنوك يحرص على حصر وظيفته في حراسة الأموال المودعة لديه وحفظها على سبيل الأمانة دون أن يضطلع بإدارتها أو أي أعمال أخرى، وهذا النوع من البنوك نجده في إنجلترا، ويعرف باسم الأمين الحارس CUSTODIAN TRUSTEE.

- الإدارة المادية لموجودات الصندوق: من النادر أن يقتصر دور الأمين على حراسة وحفظ موجودات الصندوق فقط، حيث إنه يتولى عادة الإدارة المادية لهذه تلقي مبالغ الإكتتابات في وحدات الصندوق، وتحصيل الإيرادات والعوائد وأي مبالغ مستحقة لصالح الصندوق، وكذلك دفع قيمة الوحدات المستردة وأي مستحقات لأطراف لأخرى بالنيابة عن الصندوق، وغيرها من التصرفات التي يقوم بها تنفيذا لأوامر وتعليمات شركة الإدارة أو مستشار الاستثمار المفوض بذلك شريطة عدم مخالفة تلك التعليمات لنظام إدارة الصندوق ولمتطلبات القانون السائد.

- الرقابة على أعمال شركة الإدارة :يتمتع الأمين في بعض القوانين بسلطة الرقابة على أعمال شركة الإدارة، كما أن الاتفاقية المبرمة بين الأمين وشركة الإدارة تضبط غالبا حدود هذه الرقابة بما لا يتعارض مع القانون. وبموجب هذا الدور يحق للأمين رفض تنفيذ تعليمات شركة الادارة بشأن تحريك مال الصندوق إذا تبين له مخافة تلك التعليمات للائحة الصندوق والأنظمة والقوانين المنظمة لهذا العمل .

ويتمتع البنك الأمين أحيانا بسلطة الرقابة على المعلومات التي يحصل عليها المستثمرون من شركة الإدارة، ولا سيما التقارير الدورية، ومراقبة بيانات الأسعار الدورية للوحدات . وتتميز هذه الرقابة بأنها مستمرة ومرتبطة بشكل وثيق مع أعمال الصندوق ومستنداته، حيث يتولى الأمين بنفسه الإدارة المادية لموجودات الصندوق تحت تعليمات شركة الإدارة مما ييسر له عملية المراقبة .



ونتيجة هذا الدور الهام للأمين، نصت القوانين واللوائح على عدم السماح له بتسريب أي مستندات أو إفشاء أي معلومات متعلقة بأعمال الصندوق إلى الغير، ولا يجوز له الإفصاح عن كل ذلك لغير جهة الإشراف، ومدقق الحسابات وهيئة الرقابة الشرعية، فضلا عن إشعار جهة الإدارة بأي مخالفات يلحظها .

هذا ونجد أن القانون الكويتي يتميز عن غيره من قوانين الدول العربية في وضوح صياغته وتفصيله للمهام الموكولة للأمين حيث جاء فيه المواد التالية :

- مادة ٧٥ : يقوم أمين الاستثمار بمراقبة أعمال مدير الصندوق، والاحتفاظ بأموال وأصول الصندوق، والتأكد من أن هذه الأموال تدار وتستثمر في حدود الأساليب والسياسات المحددة بنظام الصندوق .
- مادة ٧٦ : يكون لأمين الاستثمار الحق في الاطلاع على السجلات والدفاتر والأوراق والوثائق المتعلقة بإدارة واستثمار أموال الصندوق . وعلى مدير الصندوق أن يزود أمين الاستثمار بنسخ أو صور من كافة المعاملات التي يجريها لحساب الصندوق، وبكافة التغيرات التي تطرأ على سجل المشتركين.
- مادة ٧٧ : على أمين الاستثمار أن يقوم بتنفيذ الالتزامات المترتبة على قيام مدير الصندوق بإدارة واستثمار أموال الصندوق، ما لم يكن تنفيذ هذه الالتزامات متعارضاً مع أحكام القانون، أو هذه اللائحة، أو نظام الصندوق أو القرارات والتعليمات التي تصدرها جهة الإشراف وتتولى جهة الإشراف الفصل في أي خلاف قد ينشأ بين المدير والأمين بسبب تنفيذ هذه الالتزامات .
- مادة ٧٨ : يجب على أمين الاستثمار أن يقوم بتقييم حصص أو وحدات الاستثمار بالطريقة وفي المواعيد المحددة لذلك، ويجب أن يكون هذا التقييم صحيحا ومطابقا للواقع ويراعي في إجراء التقييم طبيعة استثمارات الصندوق .
- مادة ٧٩ : يلتزم أمين الاستثمار بإخطار جهة الإشراف بأية مخالفات تقع من مدير الصندوق، وله أن يطلب من مراقب الحسابات القيام بفحص حسابات الصندوق في أي وقت يشاء، تزويده بتقرير بنتيجة أعمال الفحص التي قام بها.

٣- تكييف العلاقة بين الأمين وشركة الإدارة والمستثمرين

إن المهام الموكولة للأمين بموجب ما وضعته القوانين والأنظمة واللوائح الصادرة من جهة الإشراف، وبموجب ما ينص عليه نظام الإدارة المعتمد أيضا من جهة الإشراف، ليس لها من هدف سوى تحقيق الأمن للمستثمرين الشركاء في مال الاستثمار المشترك أو الصندوق الاستثماري .

وهذا يقودنا للتساؤل عن العلاقة الحقيقة التي تجمع الأمين بهؤلاء الشركاء المستثمرين؟ هل يعتبر الأمين وكيلا عنهم في متابعة أعمال جهة الإدارة أم أنه وكيل عن جهة الإدارة ؟ وما هي سلطة جهة الإدارة في إنهاء خدمات الأمين ؟ وكذلك سلطة الأمين في تغيير جهة الإدارة؟

إن الإجابة عن هذه التساؤلات تساعدنا في تكييف العلاقة بين الأمين والمستثمرين، ولكن يلاحظ عدم اهتمام قوانين أموال الاستثمار المشترك بمعالجة هذه النقطة بشكل صريح، وسوف نحاول أن نستخلص الإجابة من بعض الممارسات العملية من خلال العقود والاتفاقيات المبرمة بين جهة الإصدار والأمين .

وأول ما نلاحظه هو أن وجود الأمين هو عنصر جوهري في عملية الاستثمار المشترك، وهو يمثل الركيزة الثانية بعد جهة الإصدار كما جاء في القوانين المختلفة . كما نلاحظ أن بعض القوانين اشترطت وجود الأمين منذ بداية الإعداد لتكوين الصندوق بحيث يكون طرفا مشاركا في إبرام عقد الإدارة مع جهة الإدارة، بينما اقتصرت بعض القوانين الأخرى على إمكانية تعيينه لاحقا عند طرح الصندوق للجمهور، وكذلك فإن التعاقد يتم بين جهة الإصدار والأمين، ولا يتدخل المشاركون في ذلك إلا بالموافقة أو الرفض في المشاركة في الصندوق وفقا للآلية والتعاقدات المبرمة مسبقا . والرأي الذي نعتقده أن كل ذلك لا يتعارض مع أن يكون الأمين وكيلا عن الشركاء وأن يعمل لمصلحتهم وفقا لما اشترطه القانون لحمايتهم، ذلك أن قبول المشاركين بلائحة الصندوق التي تنص على تعيين الأمين قبل أو بعد تأسيس الصندوق إنما ذلك يعتبر إجازة منهم للأمين للقيام بهذا الدور تطبيقا للقاعدة الفقهية التي تنص على أن « الإجازة اللاحقة كالوكالة السابقة » .

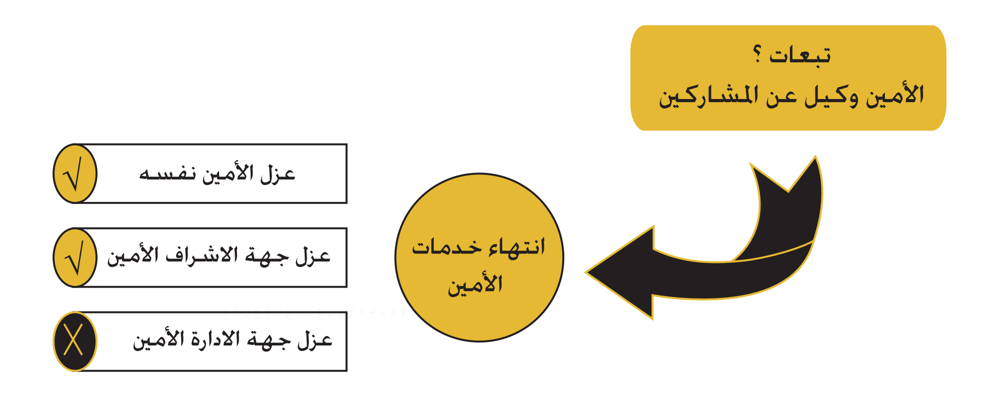


ولكن يثور هنا إشكال بشأن إنهاء خدمات الأمين، فالصحيح أن يتم ذلك بإرادة المشاركين بصفتهم الموكل له، أو من خلال قرار تصدره جهة الإشراف باعتبارها الجهة الحامية والراعية والمراقبة لهذا النشاط لصالح الجمهور . أما ما تنص عليه بعض القوانين ومنها قوانين لوكسمبورغ وكذلك بعض أنظمة إدارة الصناديق من حق جهة الإدارة في إنهاء خدمات الأمين فلا أجد له أي مبرر يقبل بذلك . والأسلم ما ذهب إليه قانون الكويت الذي نص في لائحته التنفيذية على أنّه « لا يجوز لمدير الصندوق عزل أمين الاستثمار إلاّ إذا كانت هناك أسباب تدعو لذلك، وبشرط الحصول على موافقة جهة الإشراف.

وفي حالة رغبة الأمين إنهاء خدماته (بإشعار مكتوب قبل مدة زمنية محددة شهرين أو ثلاثة) أو في حالة إنهاء خدماته من قبل جهة الإشراف لأي سبب من الأسباب، فهنا لا مانع إعادة تكليف جهة الإصدار بتعيين أمينا جديدا معتمدا وفقا للشروط المنصوص عليها في نظام الإدارة .

ونشير هنا أن دور الأمين كما سبق بيانه لا يناقض المبادئ والأحكام المتعلقة بالمضاربة أو الوكالة، لأن الأمين هو عبارة عن ممثل للمشاركين يدافع عن مصالحهم ويراقب أعمال المضارب أو الموكل دون أن يتدخل مباشرة في الإدارة، وقد صدرت فتاوى معاصرة تقر تكوين لجنة المشاركين في الصيغ القائمة على أساس المضاربة، كما أن قيام الأمين بالإدارة المادية لموجودات الصندوق وفقا لتعليمات جهة الإصدار لا يخل بمبدأ استقلال المضارب

بالعمل والتصرف واتخاذ القرارات الاستثمارية فيما يخص مال المضاربة، فقد أجاز الحنابلة عدم تسليم كامل مال المضاربة للمضارب والاقتصار على تمكينه منه بإبقاء المال في يد عدل أو طرف ثالث أمين يتولى تسليم المال للمضارب حسب الحاجة .



٤- مكافأة الأمين

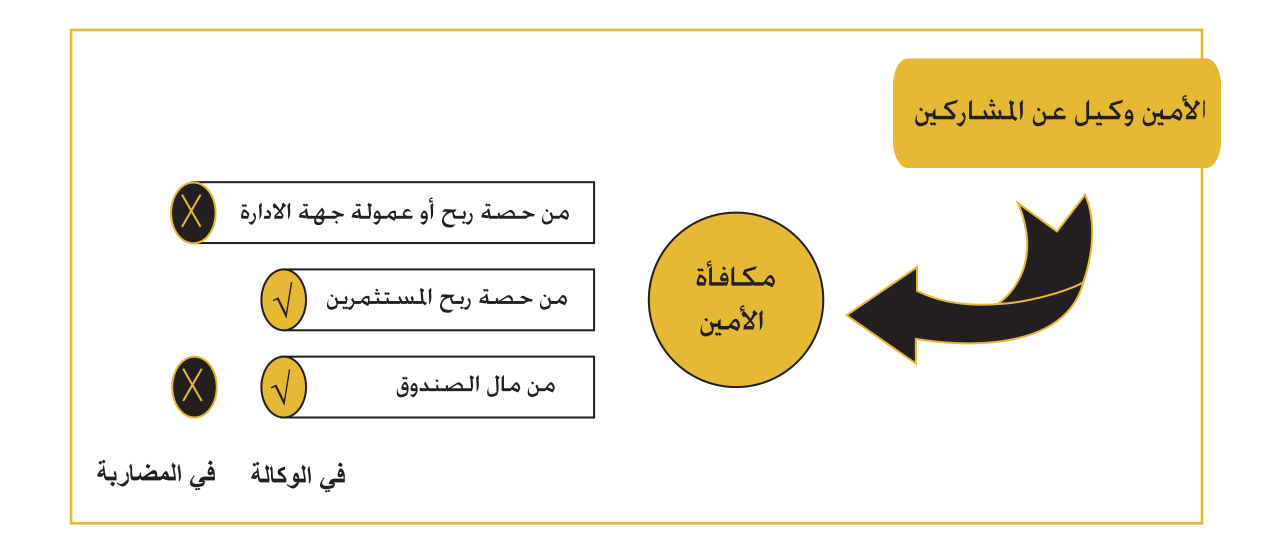
بعد أن أقررنا أن الأمين يقوم بدور الوكيل عن المشاركين، يجدر بنا الآن النظر في المكافأة المالية أو ما يسمى بالرسوم التي يأخذها الأمين مقابل عمله، فهل يتم دفع أتعابه من حصة ربح المستثمرين ؟ أم من حصة ربح أو عمولة جهة الإصدار ؟ أم أنها تدفع من مال الصندوق، فيشترك الطرفان في تحملها المستثمرين وجهة الإصدار ؟

وللإجابة عن ذلك نقول بأنه لا يوجد ما يبرر من تحميل عمولة الأمين على جهة الإصدار، لأن عمل الأمين هو مراقبة جهة الإصدار، ولا مصلحة لجهة الإصدار في عمل الأمين، كما أنه لا الأصل ألا يحق لجهة الإصدار عزل الأمين، فوجب أن يتحمل هذه العمولة المستثمرين الذي يقع لصالحهم عمل الأمين .

أما إذا أردنا بحث دفع عمولة الأمين من مال الصندوق بمعنى أن يتحمل تكلفتها الطرفان، فهنا ينبغي أن نفرق الحكم حسب الصيغة العقدية للصندوق، هل هو قائم على أساس عقد المضاربة أم على أساس عقد الوكالة بالاستثمار . فإذا كانت العلاقة العقدية في الصندوق قائمة على أساس الوكالة، فذلك يعني أن صرف المكافأة من مال الصندوق هو تحميل على مالكي الصندوق أنفسهم وهم المستثمرين، وذلك مقبول

شرعا لأن عمل الأمين لصالحهم، فلا تتحمل جهة الإصدار في هذه الحالة أي عبء مالي نتيجة ذلك .

أما إذا كانت العلاقة العقدية قائمة على أساس المضاربة فإن أي صرف من مال المضاربة يتحمله الطرفان رب المال والمضارب أي جهة الإصدار والمستثمرين، وقد بينا أن لا مصلحة لجهة الإصدار في عمل الأمين فوجب عدم صحة دفع رسوم الأمين من مال الصندوق القائم على أساس المضاربة .



ثالثا: مدير الاستثمار، ومستشار الاستثمار والوساطة الاستثمارية

تتمتع جهة الإصدار (أو شركة الإدارة) بكامل الصلاحيات والسلطات لإدارة وتوظيف وتوجيه المال الذي يساهم به المشاركون بموجب وثيقة الاكتتاب المبرمة ولوائح الصندوق وأنظمة الإدارة المعتمدة من قبل جهات الإشراف . فهي تتقيد بلا شك بما تم رسمه من أهداف وسياسات استثمارية في الوثائق الرسمية للصندوق .

وعلى جهة الإصدار أن تبذل أقصى جهدها لإدارة استثمارات الصندوق على أكمل وجه في ضوء مقتضيات المهنة لتحقيق عوائد مجزية لصالح المشتركين في الصندوق . ولكن لا تضمن جهة الإصدار أية أرباح أو عوائد نتيجة إدارتها لأموال الصندوق . كما لا تكون جهة الإصدار أو موظفيها مسؤولين بأي شكل من الأشكال عن أي خسارة ناجمة عن إدارة أموال الصندوق إلا إذا كانت ناشئة عن الخطأ المتعمد أو الإهمال الجسيم في تنفيذ العمليات الخاصة بإدارة أموال الصندوق .

وحيث تتعدد وتتنوع مجالات وسياسات الاستثمار، إذ تركز بعض الجهات على الاستثمار في العقارات، ويتخصص البعض الآخر في الأسهم، أو في عمليات التأجير، أو في الاستثمار في قطاع بذاته، أو في منطقة جغرافية معينة، أو في مجال تجاري أو صناعي محدد، أو غير ذلك من المجالات الواسعة التي يشترط فيها فقط استخدام الصيغ والأدوات المالية الإسلامية البعيدة عن التعامل الربوي .

لذلك فقد تحتاج جهة الإدارة أن تعهد لبعض الجهات المتخصصة إدارة جزء من هذه الأموال في الغرض المرخص لها به، ويتم ذلك بموجب تعاقد بين شركة الإدارة وتلك الجهة المختصة في الاستثمار أو ما يسمى بمدير الاستثمار أو مستشار الاستثمار.

١- مدير الاستثمار

يعين مدير الصندوق أحيانا جهة ثالثة بصفة مدير الاستثمار تتولى القيام بالمهام التالية:

- الإدارة اليومية لما يعهد إليه من مهام
- الالتزام بضوابط الاستثمار المحددة في نظام الإدارة ولوائح العمل
- تقديم تقارير دورية لجهة الإصدار عن سير نشاط الصندوق

لقد جاء هذا التطبيق في كثير من الصناديق ولا سيما التي توظف أموالها في العقارات أو الأسهم، ولذلك تشتمل وثائق ومستندات هذه الصناديق على اتفاقية خاصة بين الطرفين تحدد حقوق والتزامات كل منهما، كما ينص النظام الأساسي غالبا على ذلك: « يعين مدير الصندوق مدير استثمار في الصندوق ويعهد إليه القيام بالمهام التي يراها مناسبة والتي تتعلق بوضع استراتيجية الاستثمار، والمساعدة في تنفيذ هذه الاستراتيجية وعمليات البيع والشراء وأية مهام أخرى يعهد له بها المدير ».

مهام مدير الاستثمار

مدير الاستثمار

يتولى الادارة اليومية لما يعهد إليه من مهام
يلتزم بضوابط الاستثمار المحدد في نظام الادارة ولوائح العمل
يقدم تقارير دورية الاصدار سير نشاط الصندوق

٢- مستشار الاستثمار

تلجأ جهة الإدارة أحيانا إلى تعيين مستشار استثمار بدلا عن مدير الاستثمارأو إضافة له. وينحصر دور المستشار في تقديم المشورة الاستثمارية من حيث القطاعات الاستثمارية وإدارة الأسواق التي يستثمر فيها الصندوق، وكذلك في رسم السياسات والاستراتيجيات المرتبطة بالمنتجات المالية والمحافظ الاستثمارية، وذلك دون مشاركتها الفعلية في التنفيذ، كما تحاول الصناديق جذب أضخم وأكبر مراكز المعلومات المشهود لها بعمق أبحاثها ودقة دراساتها، وبانتشار شبكة مكاتبها العالمية .

مستشار الاستثمار

تقييم بيانات ومعلومات عن مجال الاستثمار
رصد تطور الأسواق المستقبلية
المساعدة في رسم السيايات واستراتجية العمل
عدم المشاركة الفعلية في الادارة اليومية وتنفيذ السياسات

٣- مكافأة مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار

لقد نصت القوانين المنظمة لصناديق الاستثمار ومنها اللائحة الصادرة عن هيئة سوق المال السعودية في المادة ٢١ التي نصت على أنه : « يجوز لمدير الصندوق تعيين طرف آخر أو أكثر أو تابع مرخص له ... كمدير صندوق من الباطن أو لتقديم خدمات استشارية بموجب عقد مكتوب ».

وبناء عليه يقوم مدير الصندوق عادة بإبرام اتفاقية مع كل من المستشار ومدير الاستثمار قبل طرح الاكتتاب العام للوحدات، وتخضع هذه الاتفاقيات المبرمة إلى المراجعة والاعتماد من قبل جهة الإشراف قبل توقيعها والشروع في تنفيذها . وطبقا لهذه الاتفاقيات يقوم كل من مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار بتقديم خدماته بالأتعاب المتفق عليها المحددة في الاتفاقية، ويظهر من التطبيقات العملية وجود اختلاف كبير في كيفية دفع هذه الأتعاب:

- فبينما تنص بعض الصناديق أن تلك الأتعاب تدفع من قبل جهة الإدارة ولا يتحملها الصندوق[٨]،
- تقبل صناديق أخرى احتساب الأتعاب من ضمن مصاريف الصندوق [٩]. كما أن المبلغ المقرر لهذه الأتعاب يتفاوت من جهة لأخرى إلا أنها عامة ما تكون عبارة عن نسبة من صافي الأصول المستثمرة .

ومن أجل بحث الحكم الشرعي في تحميل أتعاب مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار، فإنه يجدر بنا النظر أولا في مبادئ الفقه الإسلامي في تحميل المصروفات في عقود المضاربة والوكالة . ففي عقد المضاربة يفرق الفقهاء بين المصروفات المتعلقة بأعمال المضاربة نفسها والمصروفات التي تتعلق بشخص المضارب .

والحكم في ذلك أن المصروفات المباشرة الخاصة بعمليات الاستثمار تحمل على مال المضاربة، فيشترك الطرفان في تحملها لأنها تستقطع من ربحهما معا، كما أن المصروفات المتعلقة بشخص المضارب فإن الأصل فيها أن يتحملها المضارب نفسه فتخصم من حصته في الأرباح، ولكن يجوز أن تخصم المصروفات الخاصة بالمضارب من مال المضارب عند النص على ذلك في العقد، وهو الرأي الذي اتخذه العلماء المعاصرين بناء على ما ذهب إليه عدد من الفقهاء المتقدمين.

وبناء على ما سبق نقول بأن الأصل في أتعاب مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار أن يتم دفعها من قبل مدير الصندوق، فيتحملها من حصته في الأرباح لأنه هو المكلف أساسا بإدارة المال . ولكن يجوز أن تخصم تلك الأتعاب من أموال الصندوق إذا تم النص على ذلك عند التعاقد بموجب اللائحة، فيشترك الطرفان في تحملها .

وفي حالة افتراضنا أن العلاقة التعاقدية في الصندوق الاستثماري قائمة على أساس عقد الوكالة بالاستثمار وليس المضاربة، فإن الأصل هنا أيضا أن يتحمل مدير الصندوق بصفته الوكيل أتعاب مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار، لأنه هو المكلف بإدارة المال الموكل فيه، فإذا ما تم النص في عقد الوكالة على تحمل الموكل لأتعاب مدير ومستشار الاستثمار، فذلك أيضا يجوز شرعا لأنه من قبيل توكيل الموكل لأكثر من وكيل أي حالة تعدد الوكلاء مع تحديد أجر كل منهما عند التعاقد .

وهكذا يتبين أنه لا يوجد مانع شرعا لتحميل الصندوق أتعاب مدير الاستثمار ومستشار الاستثمار إلا أن بعض القوانين حصرت دفع تلك الأتعاب فقط من مال مدير الصندوق، وهو ما ذهبت إليه المادة ٢١ من اللائحة الصادرة من هيئة سوق المال السعودية التي نصت على أنه : « تعد أتعاب ومصاريف مدير الصندوق من الباطن، أو الأتعاب المتعلقة بالخدمات الاستشارية جزءا من أتعاب الإدارة التي يتقاضاها مدير الصندوق » .

٤- استخدام أسلوب التعامل بالوساطة

عند قيام جهة الإدارة بتوظيف واستثمار الأموال بالصيغ والأساليب الإسلامية المشروعة، فإنها تتعامل عادة مباشرة مع المستفيد من التمويل متحمّلة بذلك كل مخاطر التمويل والاستثمار، وقد تعمد أحيانا للتعامل بالوساطة عن طريق بنوك ومؤسسات مالية متعاونة.

وفي حالة التعامل بالوساطة عن طريق المؤسسات المالية الأخرى، فإن العمليات الاستثمارية لجهة الإصدار تكون قليلة المخاطرة حيث إنها تقوم بالتعاقد التمويلي (بيع سلع أو تأجير معدات أو غيره) مع المؤسسات المالية دون سواها[١٠]، وتتولى هذه الأخيرة بدورها التعاقد النهائي مع عملائها المستفيدين بالتمويل بعقد جديد

منفصل ... وهذا ما يوفر ضمانات أكبر لنجاح الصناديق المطروحة لا سيما على مستوى تحصيل مستحقات العمليات عند الأجل المحدد، ويسمى هذا الأسلوب بالبائع الوسيط أو المستأجر الوسيط .

ففي حالة البائع الوسيط، تتولى جهة الإصدار شراء البضاعة نقدا من البائع الأصلي وتقوم بالتعاقد على بيعها بالأجل إلى مؤسسة مالية أخرى بربحية ١٠٪ مثلا، وتتعاقد هذه المؤسسة المالية بدورها مع المشترى النهائي لبيعه نفس البضاعة المشتراة بمعدل ربحية أعلى ١١٪ مثلا على أساس دفع الثمن مؤجلا أو بالتقسيط (نفس الأجل الأول أو غيره) . وهي بذلك تحقق حصة من الربح نتيجة الفارق بين الأرباح المدفوعة والأرباح المقبوضة (نسبة ١٪) .ومن المعلوم أن الفقه الإسلامي يجيز البيع بالأجل، وعليه فلا مانع شرعا من قيام المؤسسات المالية بالأجل .

أما بخصوص قيام هذه المؤسسات بالبيع بالأجل لنفس البضاعة المشتراة بالأجل بعقد آخر مستقل، فهو كذلك أمر جائز لأن البضاعة دخلت في ملكها حسب العقد الأول فيجوز لها مطلق التصرف فيها، ويكون ذلك من قبيل العمليات التجارية المشروعة .

وفي حالة المستأجر الوسيط، فإن جهة الإصدار تتولى شراء المعدات نقدا من البائع الأصلي وتقوم بتأجيرها الى مؤسسة مالية أخرى تلتزم بتسديد الأجرة في الآجال المحددة، كما تتولى بدورها – بصفتها الأجير المشترك – إعادة تأجير نفس المعدات بأجرة أكثر من الأجرة التي تعاقدت عليها مع جهة الإصدار، وعلى هذا الأساس تحقق حصة من الربح نتيجة الفارق بين الأجرتين . وفي الفقه الإسلامي : « يجوز استئجار شيء بأجرة معيّنة وتأجيرها للغير بمثل ما استأجر به أو أكثر أو أقل ما لم يمنعه المؤجر الأول أو العرف »[11] .

ويتبين من صيغة التعامل بالوساطة المقترحة أن الدور الذي تقوم به المؤسسات المالية على هذا المستوى يشبه دور الضامن للعملية ولكن الأمر ليس كذلك فهو قياس مع الفارق حيث ان المؤسسات المالية تكون هنا مالكة للعين (في حالة الشراء والبيع) أو للمنفعة (في حالة الاستئجار ثم إعادة التأجير) فهي طرف أساسي في عقدين منفصلين وليست طرفا ثالثا خارج العقد الأصلي كما هو في الضمان ... ومن أجل ذلك يطيب لها الفارق الذي تتحصل عليه بمقتضى صفقاتها التجارية المشروعة .

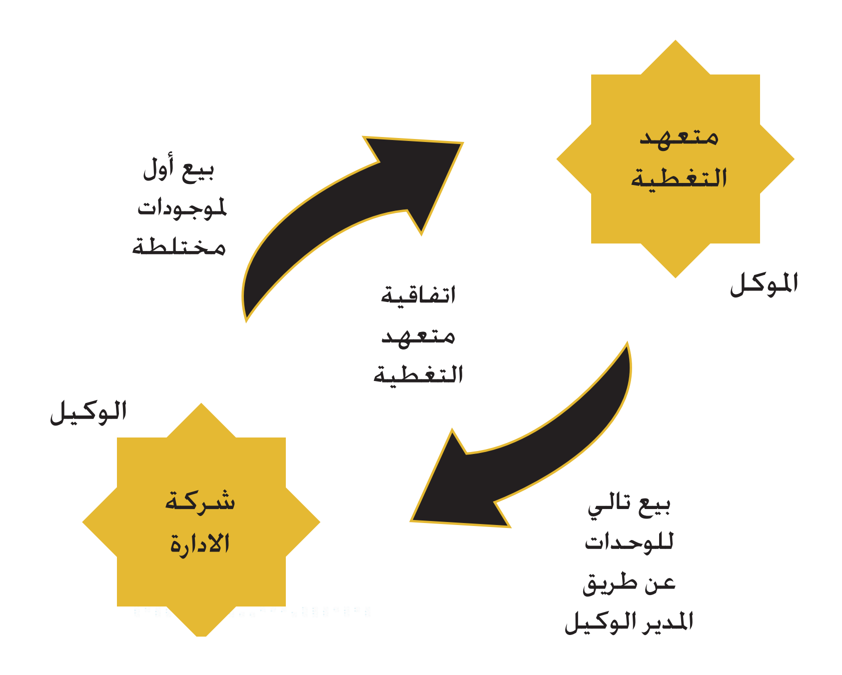
رابعا: المتعهد بتغطية الاكتتاب

من أجل أن تتمكن جهة الإصدار بصفتها المضارب أو الوكيل من تأسيس الصندوق في وقته المحدد وإدارته طبقا للبيانات والشروط الواردة في نشرة الإصدار ، فإنها تسعى في بعض الأحيان إلى تأمين تغطية كاملة لرأس مال الصندوق (أي للقيمة الاسمية للإصدار) من قبل مؤسسات مالية أخرى مستعدة لذلك التعهد سواء بشكل كلي أو بالالتزام بتغطية جزء من الوحدات غير المغطاة من قبل الجمهور .

وتلجأ جهات الإصدار إلى الحصول على هذا التعهد خصوصا في الصناديق التي يكون فيها رأس المال محدد منذ البداية، وكذلك عند قيامها المسبق بتحديد مكونات الإصدار واستثماراته ضمن سلة أو تشكيلة متناسقة من العمليات، مما قد يحدث آثارا غير محمودة في حالة أي تأخير في بدء نشاط الصندوق، وهو ما يحصل عادة في الصناديق المغلقة أو قصيرة الأجل.

وبما أن التعهد يشتبه فيه معنى الضمان، ولا يجوز في الفقه الإسلامي أخذ الأجر أو العمولة مقابل الضمان، ونتيجة اضطرار المؤسسات المتعهدة تعطيل بعض أموالها للتمكن من الوفاء بالتزاماتها وتوفير السيولة عند الاقتضاء، وهو الأمر الذي لا يمكن لها أن تقوم به دون الحصول على عوائد أو عمولة معينة للتعويض عن ضياع مربوحية الفرصة البديلة . لذلك فإن الطريقة المشروعة لتنفيذ هذا التعهد يتم من خلال عملية بيع لمكونات الصندوق من الجهة المنشئة له إلى المؤسسات المتعهدة بتغطية الاكتتاب، وبشرط أن تكون مكونات هذا الصندوق موجودات مختلطة تقبل البيع وإعادة البيع أي أنها تشتمل على أعيان ومنافع .

ويكون هذا البيع على أساس الوضيعة أي بأقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهدة بتغطية الاكتتاب . وبعد تملك تلك الجهة المتعهدة بالتغطية لمكونات الصندوق، تقوم بتوكيل الجهة المصدرة ببيع وتسويق وحدات الصندوق لفائدة المكتتبين . ولا يقع في هذه العملية أي اشتراط لعقد في عقد، وإنما تجري خطواتها تبعا لتفاهم وإجراءات معهودة : فهناك عقد بيع تام ونهائي بين جهة الإصدار والمؤسسة المالية، ثم هناك توكيل مستقل من هذه الأخيرة باصدار السلّة في صندوق استثماري وطرحه للاكتتاب العام وتسويقه على جمهور المكتتبين بسعر متفق عليه وهو السعر الاسمي .



لقد ورد هذا المعنى في قرارات هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية التي نصت على أنّه [١٢]:

« إذا رغبت الجهة المصدرة بإيجاد جهة تتعهد بتغطية الاكتتاب حتى لا يبقى من الإصدار شيء لم يكتتب به في موعد إغلاق الاكتتاب، فإن الطريقة التي تتبعها الشركتان – على وجه مشروع لا يحصل فيه إعطاء مقابل على ذلك التعهد – هي بيع جميع أسهم الإصدار إلى الجهة المتعهدة بتغطية الاكتتاب وذلك بأقل من القيمة الاسمية لأسهم الإصدار، فيتحقق من تلك العملية هامش ربح للجهة المتعهدة بالتغطية حيث تبيع الأسهم بالقيمة الاسمية عن طريق جهة ثالثة يتم توكيلها بعمولة معينة . مع العلم بأن المسوغ الشرعي لصحة هذا التبايع هو نفس ما سبق توضيحه فى بداية عملية أل إصدار من حيث اشتمال مكوناته على أعيان كثيرة تعتبر هى المقصودة وتعتبر النقود والديون تابعة غير مقصودة » .

وهكذا فإن جهة الإصدار عند بيعها للسلّة الاستثمارية لا تشترط إعادة بيعها وإنما تقترح تقديم خدماتها فقط في تسويق هذه السلّة لدى الجمهور، وسواء نجحت في استقطاب الأموال اللازمة أم لم تنجح فان ذلك لا يؤثر في عقد البيع الأول ويبقى الجزء غير المغطى في ملكية المؤسسة المالية المتعهدة .

خامسا: المتعهد بإعادة الشراء

إن من أهم مزايا الأوراق المالية المطروحة للاكتتاب العام هو قابليتها للتداول بالبيع والشراء وفقا للأسعار المعلنة، فيحق لحملة الصكوك أو الوحدات أن يطلبوا في أي وقت من الأوقات استرداد قيمة وحداتهم طبقا للوائح الصندوق. ويجب أن تقدم طلبات إعادة الشراء خطيا إلى وكلاء الدفع أو الجهة المصدرة مباشرة.

ونظرا لغياب سوق المال الإسلامي الذي يتم فيه مثل هذا التداول، فإن جهة الإصدار هي التي تبادر عادة عند طرحها للصناديق الاستثمارية بالالتزام والتعهد بإعادة شراء الوحدات المتداولة وتحويلها إلى نقود عند الطلب بالسعر الذي تعلنه أسبوعيا للعموم. وقد يكون هذا التعهد من قبل جهة الإصدار نفسها أو عن طريق مؤسسات مالية أخرى يتم الإعلان عنها في كل صندوق استثماري على حدة.

ومن المعلوم أن أي مؤسسة مالية تتعهد بإعادة شراء الأوراق المالية يستوجب عليها توفير السيولة اللازمة عند الطلب وهو ما قد يضطرّها الى تجميد بعض أموالها لهذا الغرض، وبذلك فإنها لا يمكن أن تقوم بهذا الدور دون أن تتوقع الحصول على نصيب من الربح من هذه العملية، فما هي إذن طبيعة هذه العلاقة التعاقدية بين جهة الإصدار والمؤسسات المتعهدة بالشراء وما هو تكييفها الشرعي؟

١- التكييف الشرعي للتعهد بإعادة الشراء

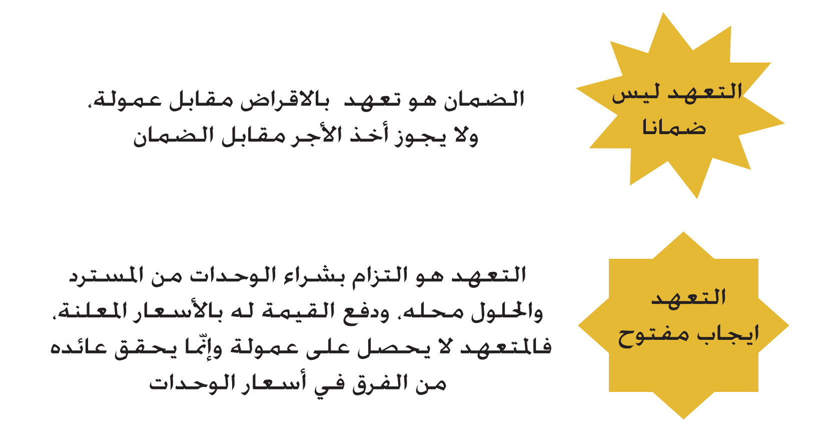
لبيان طبيعة العلاقة التعاقدية بين جهة الإصدار وبقية المؤسسات المالية على مستوى التعهد بإعادة الشراء يجب أولا التأكيد على أن هذا التعهد يقتضي الالتزام بشراء أي ورقة مالية يراد استردادها من قِبَل الجمهور أثناء فترة التداول، وهو ما يضمن في الحقيقة عملية تداول وتسييل الأوراق المالية.

ولكن المراد بالتعهد والضمان في هذه الصيغة ليس معنى الكفالة وإنما هو الحلول محل المُستَرِد، فتكون للمؤسسة المشترية للورقة المالية مثل حقوق وواجبات بقية المكتتبين، وهي بالتالي تحقق ربحها نتيجة احتفاظها بالورقة المالية طيلة الفترة الباقية من عمر الصندوق الاستثماري بحيث يتحدد الربح بالفارق بين سعر الشراء وسعر التصفية.

وعليه فان التكييف الشرعي الصحيح لهذا الأمر يستند إلى فكرة الإيجاب العام الموجه لجمهور المكتتبين بحيث تلتزم الجهة المتعهدة بمقتضاه خلال مدة محددة (عادة ما تكون فترة الإصدار) بشراء الوحدات المعروضة للبيع، ويكون تعهدها هذا مُلزِما خلال المدة المحددة طبقا لمذهب المالكية، وما أقره العلماء المعاصرين والمجامع الفقهية.

وقد بحَثَتْ ندوة البركة الثانية مسألة شرعيَّة قيام البنك الإسلامي - الذي يملك نسبة عالية في رأس مال شركة - بعرض إيجاب عام بشراء حصص فيها أو أسهمها مع تحديد الثمن الذي يشتري به الحصص أو السهم في خلال فترة معينة ؟ وصدرت الفتوى التالية:

« يجوز للبنك الإسلامي أن يعرض إيجابا عاما بشراء هذه الحصص أو الأسهم ما لم يكن ذلك وسيلة إلى محرم» [١٣] .



٢- اشراك أكثر من مؤسسة واحدة في التعهد بإعادة الشراء

وتعرضت الندوة السابقة كذلك إلى استفسار مكمّل للأول، وهو مدى جواز قيام البنك الإسلامي بإشراك مؤسسات أخرى في التعهد بشراء الحصص أو الأسهم أو الأوراق المالية وإعادة بيعها للراغبين، وكانت الإجابة على النحو التالي :

« يجوز للبنك الإسلامي الذي يعرض إيجابا عاما بشراء الحصص أو الأسهم المعروضة أن يشرك معه غيره من البنوك والمؤسسات الإسلامية في الإيجاب نفس الشروط، شريطة أن يتم الإعلان عن اسم البنك أو المؤسسة المنْضَمَّة كلما طرأ تغيير على أسماء المشاركين بالإيجاب» [١٤] .

وأقرَّ مجمع الفقه الإسلامي هذا التكييف في قراره رقم ٥ بشأن سندات المقارضة وسندات الاستثمار حيث جاء فيه :

« يجوز تداول صكوك المقارضة في أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين . كما يجوز أن يتم التداول بقيام الجهة المصدرة في فترات دورية معينة بإعلان أو إيجاب يوجه إلى الجمهور تلتزم بمقتضاه خلال مدة محددة بشراء هذه الصكوك من ربح مال المضاربة بسعر معين ويحسن أن تستعين في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للمشروع. كما يجوز الإعلان عن الالتزام بشراء من غير الجهة المصدرة من مالها الخاص، على النحو المشار إليه» [١٥].

ولا تختلف المعالجة الشرعية على المعالجة القانونية لهذه المسألة، فقد صرح العديد من القوانين بنفس المعنى، فقد جاء على سبيل المثال في المادة ٤٩ من لائحة صناديق الاستثمار الصادرة عن هيئة سوق المال السعودية والتي هي بعنوان : استخدام أموال مدير الصندوق لتمويل عمليات الاسترداد، ما يلي :

- إذا كانت الأموال المتوافرة في حساب صندوق الاستثمار غير كافية لتغطية طلبات الاسترداد، يجوز لمدير الصندوق استخدام موارده الخاصة أو موارد أي تابع له لتغطية هذه الطلبات .
- في حالة استخدام مدير الصندوق أو أي تابع له موارده الخاصة لتغطية طلبات الاسترداد في أي صندوق استثمار، يجوز تسديد تلك الأموال لمدير الصندوق أو لتابعه من حساب صندوق الاستثمار المخصص للاسترداد، بالإضافة إلى عمولة يتم حسابها على أساس السعر السائد في السوق .
- لا يعد مدير الصندوق ملزما بإشعار الهيئة في حالة إعادة تسديد المبلغ الذي وفره لصندوق الاستثمار خلال ٧ أيام .

ويمكن أن تُثار هنا - على مستوى التعهد بإعادة الشراء - مسألتان هامتان تتعلق الأولى بتحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة السوقية والثانية بتحديده بالقيمة الاسمية المكتتب بها ؟

٣- آليات التسعير في حالة التعهد بإعادة الشراء:

يقصد بالتسعير إعلان سعر الوحدات الاستثمارية في الصندوق . وتحدد الصناديق الاستثمارية في نظام تأسيسها ما إذا كانت مفتوحة أو مغلقة. فإذا كانت مغلقة، لا يقوم المدير بإعلان سعر للوحدات إلا في آخر يوم من عمر الصندوق . على أن ذلك لا يعني أن تلك الوحدات ليس لها سعر خلال هذه المدة إذ يمكن التعرف على قيمتها من خلال تبادلها في الأسواق المنظمة كالبورصات أو من خلال تبادلها بطريقة البيع المباشر بين المستثمرين.

أما إذا كان الصندوق مفتوحاً فإن المدير يحدد يوماً معيناً ، كالأربعاء من كل أسبوع إذا كان أسبوعياً أو اليوم الأول من كل شهر إذا كان شهرياً وهكذا. يسمى يوم التسعير وفي هذا اليوم يعلن المدير سعر الوحدة الاستثمارية وهو السعر الذي يمكن بناء عليه خروج المستثمرين الراغبين في الحصول على السيولة ودخول أولئك الذين يرغبون في الاستثمار. ويعتمد السعر الذي يعلنه المدير على تقييمه للأصول المملوكة في الصندوق. فإذا كان الصندوق خاصاً بالأسهم إعتمد سعر الوحدة الاستثمارية على السعر السوقي للأسهم التي يملكها الصندوق مضافاً إليه الدخل المتولد لهذا الصندوق من أرباح الشركات أو فروقات سعر الصرف أو ما إلى ذلك . فإذا أراد المستثمر الخروج يمكن له أن يبيع الوحدات التي يملكها إلى الصندوق بالسعر المعلن. وإذا أراد مستثمر جديد الدخول يمكن له الشراء بذلك السعر لأن بإمكان المدير توظيف هذه الأموال الجديدة في وحدات جديدة يشتريها بالسعر السوقي . فهو عندئذٍ يستمر في إصدار وحدات جديدة للمستثمرين الجدد .

٤- تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة السوقية:

من الواضح أن سعر إعادة الشراء لا يتحدد منذ البداية عند الإيجاب الصادر من الجهة المتعهدة، وإنما يقتصر في الإيجاب على الالتزام بشراء الأوراق المالية المعروضة بالأسعار السوقية المعلنة في حينه . فهل تعليق السعر بهذه الكيفية مقبول شرعا أم انه يؤثر في صحة الصيغة المقترحة ؟

الحقيقة أن الصيغة المقترحة ليست من قبيل البيع بما ينقطع به السعر لأننا أمام مجرّد إيجاب أي وعد بالشراء ولا يتم البيع الحقيقي إلا في حالة اقتران هذا الإيجاب بالقبول أي عند قيام صاحب الورقة المالية بطلب الاسترداد . فلا يوجد مانع شرعي من التواعد على شراء الوحدات لاحقا بالقيمة السوقية المعلنة يوم الاسترداد، بل إن العدل يقتضي ذلك لأن سعر السوق منضبط، ويجب الوفاء بهذا الاتفاق إذا تم الالتزام به .

وقد أشارت فتوى مجمع الفقه الإسلامي السابقة بأنه يحسن الاستعانة في تحديد السعر بأهل الخبرة وفقا لظروف السوق والمركز المالي للصندوق . وقد درجت شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية وشركة الأمين للأوراق المالية على تحديد أسعار شراء وبيع أسهم المشاركة من خلال لجنة مكوّنة من إدارة الشركة ومندوب عن كل من البنوك والمؤسسات المتعهدة بإعادة الشراء والمسوّقين وكذلك المكتتبين الذين لا تقل مساهمة كل منهم عن ٢٠٪ من قيمة الإصدار . وتأخذ هذه اللجنة بعين الاعتبار معيار الفرصة البديلة لعمليّات الاستثمار والتمويل ضمن معايير أخرى عند تحديد أسعار البيع والشراء لأسهم المشاركة.

وتأخذ العديد من الصناديق الأخرى صافي قيمة أصول الصندوق في نهاية كل أسبوع كأساس لتحديد قيمة الصكوك التي يراد استردادها .

كما تنص العديد من لوائح الصناديق التنظيمية ونشرات الإصدار على كيفية تحديد أسعار إعادة الشراء، وتعيين الجهة المنوط بها ذلك، والجهات التي تعلن فيها تلك الأسعار، ودورية الإعلان عن الأسعار إلى آخره من البيانات .

وتسمح أيضا القوانين المنظمة لهذا الاستثمار بأن توقف جهة الإصدار عملية الاسترداد لفترة معينة دون الحاجة إلى موافقة جهة الإشراف في حالات محددة منصوص عليها، وتنص نشرات الاكتتاب على مثل هذه الحالات ومنها :

« في حالة زيادة طلبات الاسترداد المقدمة من المشتركين في أية فترة نسبة ١٠٪ من إجمالي عدد الوحدات المصدرة من قبل الصندوق فإن من حق المدير وقف عملية الاسترداد لتلك الفترة أو تخفيض الوحدات المستردة بطريقة النسبة والتناسب ليكون اجماليها ما لا يزيد عن ١٠٪ من عدد الوحدات المصدرة للصندوق » .

٥- تحديد سعر إعادة الشراء بالقيمة الاسمية :

بعد بيان التكييف الشرعي للتعهد بإعادة الشراء واعتباره إيجابا عاما بشراء الوحدات التي يراد استردادها بالقيمة السوقية المعلنة، يمكن أن تثار مسألة أخرى قد تعرض لبعض الجهات المصدرة للصناديق الاستثمارية، وهي رغبة هذه الأخيرة في شراء الوحدات بنفس القيمة الاسمية المكتتب بها من قبل المسترد، وليس بالقيمة السوقية المعلنة، وهي بذلك تهدف عادة إلى المحافظة على نوعية معيّنة من العملاء بمحاولة تجنيبهم أي خسارة يمكن أن تلحق بهم. فما هو الرأي الشرعي في هذه الحالة ؟

لقد عُرِضَت هذه المسألة على هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين للأوراق المالية، وصدر الجواب على النحو التالي :

« يُتَصَوَّرُ في هذه الحالة أن تشترى الشركة لنفسها أو لجهة أخرى :

فإن كان لنفسها، فلها الخيار بأن تشترى بالقيمة السوقية المنخفضة عن القيمة المكتتب بها أو بالقيمة المكتتب بها لوقاية العميل من الخسارة على أن لا يكون الاسترداد بالقيمة المكتتب بها مُشْتَرَطا على الشركة عند الاكتتاب ولا معلنا للجمهور حتى لا يكون من قبيل ضمان المضارب لرأس المال وهو ممنوع شرعا .

وفى حال كون القيمة السوقية أكثر من القيمة المكتتب بها فعلى الشركة أن تفي بالتزامها في الاسترداد بالقيمة السوقية المعلنة .

وإذا كان الشراء (الاسترداد) لصالح جهة أخرى بمعنى أن الشركة وكيلة عن تلك الجهة، فليس لها أن تسترد بأكثر من القيمة السوقية الا بتفويض خاص صريح بذلك من الجهة المُوَكلَة » [١٦] .

ويتبيّن لنا من الفتوى السابقة أن التزام المضارب -بصفته متعهدا بإعادة الشراء- باسترداد الوحدات بقيمتها الاسمية المكتتب بها أمر غير جائز لأنه من قبيل ضمان المضارب لرأس المال، فيضمن رب المال بذلك استعادة أصل ماله بالإضافة إلى ما قد يحصل له من أرباح خلال امتلاكه للورقة المالية وهذا ممنوع شرعا .

أما في حالة قيام المضارب المتعهد بإعادة الشراء باسترداد الوحدات أثناء فترة التداول بقيمتها الاسمية دون التزام أو إعلان سابق موجّه للجمهور، فهذا يجوز أخذا برأي

بعض المالكية الذي يجيز تطوّع المضارب بضمان رأس المال بعد تمام عقد المضاربة وإن كان الأصل أنه أمانة بيده . فقد جاء في كتاب إعداد المهج « قيل لابن زاب : أيجب الضمان في مال القراض إذا طاع (أي تطوع) قابضه بالتزام الضمان؟ فقال إذا التزم الضمان طائعا بعد الشروع في العمل فما يبعد أن يلزمه » (١٧) .

ويختلف الأمر عند قيام جهة أخرى غير المضارب بالتعهد بإعادة الشراء بالقيمة الاسمية لأنها جهة ثالثة مستقلّة، فيجوز لها ذلك التعهد « لأنه وعد بالبيع بطريقة (بيع التولية) : بمثل الثمن الأول وهو من بيوع الأمانة المعروفة، وكما تصحّ المواعدة على الشراء والبيع بالمساومة، أو بسعر السوق يوم البيع، يصحّ أن يكون السعر فيها هو سعر الشراء الأصلي دون مراعاة تغير القيمة ..» (١٨) .

سادسا: وكيل الطرح ووكيل الدفع

تعتبر خدمات التسويق والاكتتاب والاسترداد ودفع المستحقات من العوامل الأساسية لنجاح أي صندوق استثماري، حيث إنها تؤثر على مستوى الانتشار والقدرة على استقطاب قاعدة عريضة من العملاء والمحافظة على وفائهم وتجديد استثماراتهم. ولذلك فإن الجهة المنشئة للإصدار لكي توسع من دائرة تعاملاتها لا تقتصر على وسائلها وإمكانياتها الخاصة فحسب، بل هي تستعين ببعض المؤسسات المالية للإسهام معها في تسويق تلك الوحدات، مما يؤدي إلى إبراز ورقة مالية إسلامية ذات درجة عالية من المهنية وجودة الخدمات المرافقة.

وقد تأكدت أهمية هذا الجانب التسويقي للصناديق من خلال عدد من التجارب السابقة التي اضطرت فيها المؤسسات المصدرة بأن تتخذ قرار تصفية صناديقها وإنهاء العمل بها مثل حالة صندوق الواحة العالمي الذي طرحته في وقت مبكر مجموعة فليمنك، وكذلك صندوق ابن خلدون العالمي الذي قامت مجموعة بي اف ام بتصفيته لأسباب مشابهة وهي ضعف مقدرات التوزيع وعدم ايجاد القبول الكبير.

١- المهام الموكولة في مجال تسويق الوحدات

وقد أدى خطورة هذا الجانب كما ذكرنا إلى لجوء عدد من المؤسسات المصدرة للصناديق إلى نظام التجزئة المالي فلا تجازف لوحدها في إدارة كل مراحل عمل الصندوق وإنما تقوم بالتعاقد مع مؤسسات مالية أخرى أكثر تخصصا في مجال التوزيع، وتوكلها في القيام بدور وكيل الدفع و/أو تسويق الصندوق وتوزيع وحداته المطروحة من خلال عدة مهام يتفق عليها، منها:

- عرض التفاصيل الخاصة بكل إصدار جديد على جمهور المستثمرين ومحاولة اجتذابهم ودعوتهم للاكتتاب فيه، ويشمل ذلك القيام بإعداد وطبع وتوزيع المواد والإعلانات والمستندات التسويقية اللازمة.
- الإجابة عن استفسارات العملاء، وبيان طبيعة الأوراق المالية وأسسها الشرعية، وكذلك مميزات الصناديق الاستثمارية المطروحة وخصائصها الفنية.

- تيسير الإجراءات الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها وإعانة العملاء في ذلك حتى تسليمهم شهاداتهم الاستثمارية.
- ضبط حركة الاكتتابات والإستردادات التي تتم عن طريقهم ومسك الكشوفات والمستندات اللازمة لذلك بالتنسيق مع الإدارات المختصة لدى جهة الإصدار.

٢- كيفية استقطاع عمولة التسويق

يحصل هؤلاء الموزعون أو وكلاء الطرح على عمولة سنوية متفق عليها هي أجر الوكالة، وتقدر عادة بنسبة من صافي قيمة الأسهم [١٩] وهي تحمل على الصندوق باعتبارها من المصاريف المتعلقة بالإصدار، وهنا لا بد أن نبحث عن مدى جواز تحميل الإصدار عمولة التسويق؟

من المعلوم أن جهة الإصدار تقوم بتكوين الصناديق الاستثمارية وإدارتها بوصفها المضارب، في حين يمثل المكتتبون في الأوراق المالية أصحاب المال. ونعلم كذلك أن المضاربة في الفقه الإسلامي يُشترط فيها تحديد نصيب كلا الطرفين من الربح المحقق عند التعاقد، وأن يكون ذلك بنسبة شائعة بينهما. والمسألة المطروحة هنا تتعلق بقواعد توزيع أرباح المضاربة، فهل يجوز استقطاع عمولة التسويق من إجمالي الأرباح العائدة للصندوق الاستثماري قبل توزيع الأرباح أم أنها تحمل على نصيب جهة الإصدار من الربح بصفتها المضارب؟

وللإجابة عن هذه المسألة لا بد لنا من تجلية آراء العلماء في موضوع تغطية المصروفات من مال المضارب أو من مال المضاربة [٢٠]؟ وسوف نبحث هذا لاحقا عند الحديث عن المصروفات في الصناديق. ولكن يمكن التعجيل بالقول أن عمولة التسويق مثلها مثل بقية المصاريف المباشرة المتعلقة بالصندوق الاستثماري (مثل تكاليف المطبوعات والنشرات وتكاليف الإعلانات وغيره)، تُستَقْطَع جميعها من إجمالي الأرباح المتحققة للإصدار قبل أي توزيع للأرباح [٢١]. وقد جاء النص على ذلك في الحلقة الفقهية الأولى للبركة[٢٢].

> «يجوز أن تحمل مصروفات تسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار، وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب».

٣- تسجيل الوحدات

تحتفظ الجهة المصدرة للصناديق عادة بسجل للوحدات يتضمن معلومات عن المكتتبين نذكر منها : اسم وجنسية المالك المسجل للوحدات القائمة، عدد الوحدات المسجلة التى يملكها كل مالك مسجل، عنوان المراسلات لكل مالك مسجل، تاريخ امتلاك الوحدات، وغيرها من المعلومات الأخرى .

وتَشْتَرِط لوائح الصناديق في الغالب أن يتم تداول الوحدات بمعرفة الجهة المصدرة حتى تتمكن من تحويل ملكية الوحدة المتصرّف فيها للمالك الجديد وتعديل السجلات المحفوظة لديها بما يفيد تغيير الملكيّة المسجّلة . ويحلّ المالك الجديد للوحدة محل المكتتب الأول فتكون له جميع حقوقه وعليه جميع التزاماته .

وبخصوص هذا الموضوع حددت بعض لوائح الصناديق ما يلي :

- على مدير الصندوق أن يعد سجلا خاصا بأسماء المشتركين في الصندوق وجنسياتهم وعناوينهم وعدد الوحدات التي يملكونها، وتقيد في هذا السجل كافة التغييرات التي تطرأ على البيانات ويتعين عليه إبلاغ أمين الاستثمار بهذه التغيرات أولا بأول .
- يعتد بالبيانات المدونة في سجل المشتركين عند وجود أي اختلاف بينهما وبين البيانات المدونة في الشهادات .
- يحفظ هذا السجل لدى مدير الصندوق ولمالكي الوحدات حق الاطلاع عليه.

وتجدر الإشارة أن عملية تسجيل ملكية الوحدات الاستثمارية وحفظ ملفاتها ووثائقها وتجديد بياناتها من الأعمال التي يجب المحافظة على سريتها، وقد تعهد هذه المسؤولية أحيانا إلى الأمين وليس جهة الإصدار، كما أنه يتم التعاقد أحيانا أخرى مع شركات متخصصة في مثل هذا الأمر مقابل عمولة عن الخدمة . وحينئذ تكون اتفاقية التسجيل جزءا من مجموع الوثائق الرسمية المتعلقة بالإصدار أو الصندوق .

المبحث الثالث:
آليات وأسس طرح الوحدات للاكتتاب

أولا: الاجراءات التحضيرية لطرح الاكتتاب في وحدات الصناديق

تأتي مرحلة طرح الإصدار لجمهور المستثمرين والدعوة للاشتراك في الصندوق الاستثماري بعد اعداد كل التحضيرات اللازمة لتأسيس الصندوق، والحصول على التراخيص المطلوبة، وترتيب العلاقات التعاقدية مع الأطراف الأخرى التي سيكون لها دور في عمل الصندوق، وبشكل خاص اعداد الاتفاقيات معهم بما في ذلك اتفاقية الأمين، واتفاقية مدير الاستثمار، واتفاقية مستشار الاستثمار، واتفاقية التعهد بتغطية الاكتتاب، واتفاقية التعهد بإعادة الشراء، واتفاية وكيل الطرح، واتفاقية التسجيل، واتفاقية وكيل الدفع .

وتعتبر نشرة الاكتتاب الوثيقة الأساسية التي تنظم العلاقة المباشرة بين الجهة المصدرة للصندوق والمستثمرين، وهي تتضمن جميع المستندات والبيانات المتعلقة بالإصدار، ومنها البيانات التالية :

- اسم الصندوق وشكله القانوني .
- الهدف من الصندوق
- تاريخ ورقم الترخيص الصادر للصندوق من الهيئة .
- مدة الصندوق. (عمره الافتراضي) .
- القيمة الاسمية للوحدة الاستثمارية .
- عدد وحدات الاستثمار وفئاتها .
- اسم البنك المرخص له في تلقى طلبات الاكتتاب .
- الحد الأدنى والحد الأقصى للاكتتاب في وحدات الاستثمار .
- المدة المحددة لتلقي الاكتتاب .
- أسماء مراقبي الحسابات .
- اسم مدير الاستثمار وملخص واف عن أعماله السابقة .
- السياسة الاستثمارية للصندوق .

- أسماء أعضاء مجلس إدارة الصندوق والمديرين المسئولين عن الإدارة العامة.
- طريقة توزيع الأرباح السنوية وأسلوب معاملة الأرباح الرأسمالية ومدى حدود المسئولية لحاملي الوثيقة في ناتج التصفية . وبيان ما إذا كان يجوز استرداد قيمة الوثيقة قبل انتهاء مدتها وحالات ذلك وإجراءات وكيفية إعادة بيعها .
- كيفية الإفصاح الدوري عن المعلومات .
- أتعاب مدير الاستثمار .
- أية أعباء مالية يتحملها المستثمرون .
- طريقة التقييم الدوري لأصول الصندوق

وتقوم الجهات المصدرة بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى صكوك استثمارية أو حدات أو حصص أو أسهم مشاركة متساوية القيمة الاسمية، وهي تمثل حصصا شائعة في رأس مال الصندوق . وتسلم هذه الصكوك لكل مكتتب بقدر ما دفع من أموال مشاركة في الصندوق، فتنقسم جميع الحقوق والالتزامات المقررة للصندوق بين مختلف المشاركين في حدود حصة كل واحد منهم في رأس المال، ذلك أن هذه الصكوك تعتبر وثيقة تثبت وتحدد ملكية كل مشارك لحصته في رأس المال .

وبناء عليه يتلائم هذا التقسيم لرأس المال وتجزئته مع أسلوب تعدد رب المال في المضاربة ويعتبر تجسيما له، ولا يوجد أي مانع شرعي لتطبيقه، وقد أقر مجمع الفقه الإسلامي هذا الأمر عند تعريفه لصكوك المقارضة حيث نص القرار على أن :

« ١- سندات المقارضة هي أداة استثمارية تقوم على تجزئة رأس مال القراض (المضاربة) بإصدار صكوك ملكية برأس مال المضاربة على أساس وحدات متساوية القيمة ومسجلة بأسماء أصحابها باعتبارهم يملكون حصصا شائعة فى رأس مال المضاربة وما يتحول اليه ، بنسبة ملكية كل منهم فيه . ويفضل تسمية هذه الأداة الاستثمارية (صكوك المقارضة) .

٢- الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوافر فيها العناصر التالية، العنصر الأول : أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة في المشروع الذي أصدرت الصكوك لانشائه أو تمويله، وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من

بدايته الى نهايته . وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك فى ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة »[٢٣].

كما أن الفتوى الخامسة لندوة البركة أقرت تقسيم رأس مال المضاربة إلى حصص أو وحدات، وقد جاء فيها :

يجوز الاتفاق على بيع حصص أو أسهم في شركة ذات موجودات حقيقية ليست مقتصرة على الديون والنقود أو أحدهما بشرط احتفاظ البائعين باسم الشركة وإبقاء إدارتها في يد من يملكون الأسهم المبيعة ، ويعتبرون بهذا الشرط بمثابة رب المال في المضاربة الشرعية بشروطها »[٢٤].

والأصل أن تصدر هذه الصكوك اسمية وليس لحاملها، فلا بد أن يكتب عليها اسم مالكها وبالتالي لا تنتقل ملكيتها إلا بطريقة القيد في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الجهة المصدرة، وهذا يهدف للحفاظ على الحقوق وضمان عدم خلط حق شخص بحق آخر .

وقد منع عدد من الفقهاء المعاصرين إصدار أسهم أو وحدات لحاملها، لأن عدم كتابة اسم صاحب الوحدة يؤدى إلى عدم معرفة الشريك أو رب المال وبالتالي إلى النزاع والخصومة، كما أنه يؤدى إلى إضاعة الحقوق حيث إن أي شخص وقعت يده على هذه الوثيقة - سواء كان عن طريق السرقة أو الغصب أو غير ذلك - يعتبر صاحبها وأحد الشركاء أو أرباب المال المساهمين في الصندوق، ولا شك أن كل ما أفضى إلى النزاع والضرر ممنوع شرعا، إضافة إلى أنه قد يصبح فاقد الأهلية حامل أو الوحدة، مع أنه لا يصح اشتراكه بنفسه [٢٥].

ولكن أجاز عدد من الفقهاء الآخرين إصدار الأسهم لحاملها، بل صدرت فتوى عن مجمع الفقه الإسلامي بالجواز في الدورة السابعة، فيما يلي نصها : « بما أن المبيع في السهم لحامله هو حصة شائعة في موجودات الشركة، وأن شهادة السهم هي وثيقة لإثبات هذا الاستحقاق في الحصة فلا مانع شرعا من اصدار أسهم في الشركة بهذه الطريقة وتداولها» [٢٦].

ثانيا : القواعد العامة لعمليات طرح الاكتتاب

يتحدد لكل إصدار تاريخ بداية الاكتتاب وتاريخ إقفاله، ويظل باب الاشتراك مفتوحا طوال المدة المحددة للاكتتاب، وتشترط بعض القوانين ألا تقل مدة الاكتتاب عن مدة محددة [٢٧]، كما لا يجوز قفل باب الاشتراك إلا بعد انتهاء هذه المدة . هذا وقد اشترطت بعض القوانين ألا تقل فترة الاكتتاب عن خمسة عشر يوما، ونجدها في الواقع العملي تصل أحيانا إلى شهر أو أكثر بحسب نوعية الصندوق وطبيعته وحجمه .

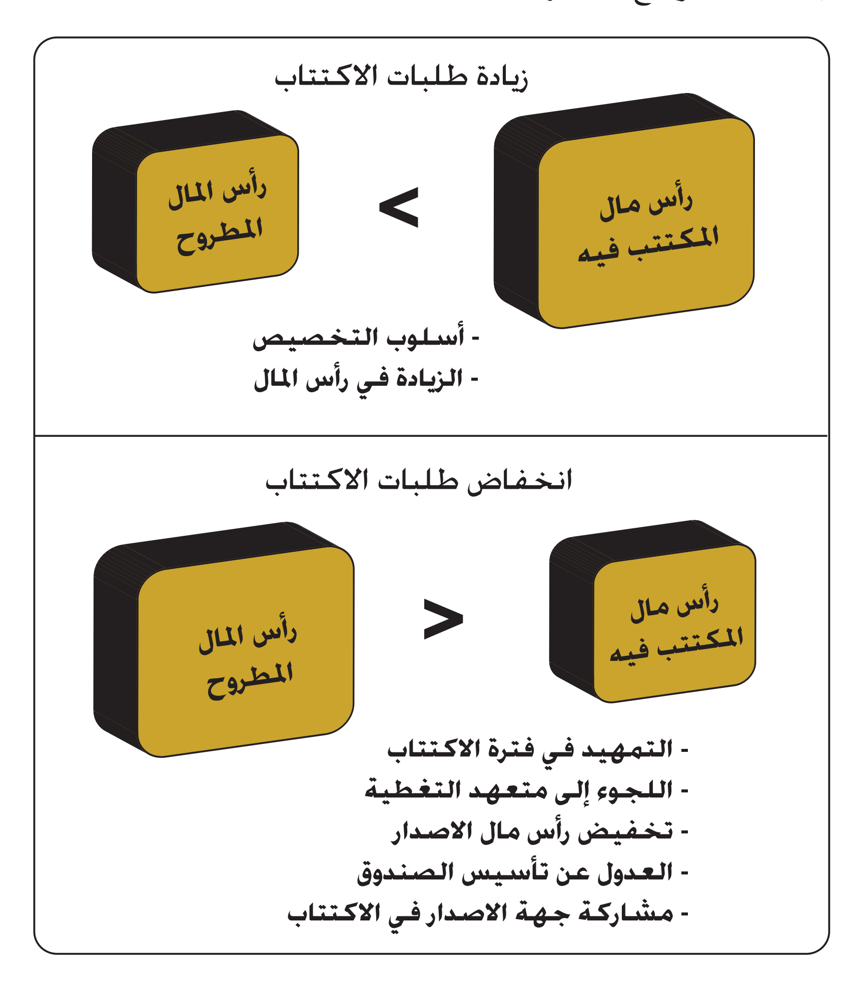
ويتم الاكتتاب في الصكوك بناء على طلب يقدمه طالب الاشتراك على النموذج المعد لذلك، فيقوم بملئ البيانات ويسلم الطلب إلى مدير الصندوق أو من يمثله من وكلاء الطرح المعتمدين، ويرفق بذلك المستندات المطلوبة وأيضا يدفع قيمة الصكوك المكتتب بها علاوة على مصاريف إصدار محددة إذا نصت نشرة الاكتتاب على ذلك . ويتم الدفع سواء نقدا لدى جهة الإصدار أو وكلاء الطرح أو بتحويل نقدي لصالحهم.

ويكون سعر الاكتتاب خلال الفترة من تاريخ البداية وحتى الإغلاق محدد ثابت لكل الصكوك، وينص في النشرة على الحد الأدنى للاكتتاب، وغالبا ما يكون الحد الأدنى لمساهمة الشركات أعلى مقارنة بالحد الأدنى المطلوب من الأفراد .

ويتسلم كل مكتتب سندا مؤقتا يحدد فيه عدد الصكوك المطلوبة، وذلك إلى حين غلق الاكتتاب وقيام جهة الإصدار بفرز طلبات الاشتراك حيث تقوم بالتأكد من استيفاء الطلبات للشروط المنصوص عليها في نشرة الاكتتاب، وتقوم بإلغاء أي طلب غير مستوفى الشروط، وإعادة المبلغ لصاحبه خلال مدة منصوص عليها في النشرة لا تزيد عادة عن خمسة عشر يوم من تاريخ إقفال باب الاشتراك ».وبعد ذلك تنظر جهة الإصدار في مجمل الاكتتاب : هل هو أكثر أم أقل أم أنه مساو للمبلغ المعلن المطروح للاكتتاب .

ومن الطبيعي ألا تثور أي مشكلة في حالة التساوي، ولكن يحتاج الأمر إلى معالجة في الحالتين الأخرتين، فتلجأ جهة الإصدار إلى التخصيص أو الزيادة في رأس مال الصندوق إذا كان مبلغ الاكتتابات أكبر من رأس المال المطروح، ويكون لديها خيارات عديدة أخرى لمعالجة حالة المبالغ المكتتب بها أقل من رأس المال المطروح وذلك مثل التمديد في فترة الاكتتاب، واللجوء إلى متعهد تغطية الاكتتاب، وتخفيض رأس مال الإصدار، والعدول عن

تأسيس الصندوق، ومشاركة جهة الاصدار في الاكتتاب. ويجب أن تحدد جهة الاصدار أسلوب معالجتها لهذا الوضع في نشرة الاكتتاب .



١- التخصيص أو الزيادة في رأس المال

إذا تم الحصول على مبلغ اكتتابات أكبر من رأس المال المطروح، فإن الصكوك المكتتب بها قد تتجاوز الحد الأقصى لرأس المال المصرح به، وقد تكون أكثر من المبلغ المطروح للاكتتاب دون تجاوز الحد الأقصى المصرح به لرأس المال . ففي الحالة الأولى ليس لجهة الإصدار خيار سوى إجراء عملية التخصيص، فتخصص الوحدات للمكتتبين بنسبة اكتتاب كل منهم، ويوزع ما زاد منها على المشتركين كل بنسبة ما اشترك به .

وتنص بعض النشرات وجوب إتمام عملية التخصيص خلال خمسة عشر يوم عمل على الأكثر من تاريخ إقفال باب الاكتتاب، وأن تعاد المبالغ الفائضة عن قيمة وحدات رأس المال المخصصة خلال فترة محددة من انتهاء التخصيص تتراوح بين أسبوع وثلاثين يوما كحد أقصى[٢٨].

أما في حالة زيادة الوحدات المكتتب بها عن الحد المطروح للاكتتاب دون تجاوز الحد الأقصى لرأس المال المصرح به، فإنه يمكن لجهة الإصدار القيام بالتخصيص للمحافظة على الحد المطلوب من رأس المال، أو اللجوء بدلا عن التخصيص إلى الزيادة في رأس مال الإصدار، بحيث يتم اعتماد رأس المال المدفوع عند الحد الذي تم تغطيته في الاكتتاب طالما لم يتعد الحد الأقصى المسموح أو المصرح به» .

٢- التمديد في فترة الاكتتاب

إذا قاربت مدة الاكتتاب على الانتهاء دون أن يتم تغطية جميع وحدات رأس المال المطروحة للاكتتاب العام، ولم يكن هناك متعهد بتغطية الإصدار، فإنه يجوز لجهة الإصدار أن تقوم بتمديد الاكتتاب إلى فترة أخرى، وقد نصت بعض القوانين على وجوب الرجوع إلى الجهات المختصة للحصول على هذه الموافقة .

٣- اللجوء إلى متعهد تغطية الاكتتاب

تلجأ جهات الإصدار إلى الحصول على هذا التعهد في الصناديق التي يكون فيها رأس المال محدد منذ البداية، وكذلك عند قيامها المسبق بتحديد مكونات الإصدار واستثماراته ضمن سلة أو تشكيلة متناسقة من العمليات، وبالتالي أي تأخير في بدء نشاط الصندوق قد يحدث آثارا غير محمودة من حيث النتائج.

وقد بينا سابقا أن الطريقة المشروعة لتنفيذ هذا التعهد يتم من خلال عملية بيع لمكونات الصندوق من الجهة المنشئة له إلى المؤسسات المتعهدة بتغطية الاكتتاب على أساس الوضيعة أي بأقل من القيمة الاسمية لتحقيق ربح للجهة المتعهدة بتغطية الاكتتاب . وبعد تملك تلك الجهة المتعهدة بالتغطية لمكونات الصندوق، تقوم بتوكيل الجهة المصدرة ببيع وتسويق وحدات الصندوق لفائدة المكتتبين .

٤- تخفيض رأس مال الإصدار

من الخيارات المعروضة على جهة الإصدار لمواجهة حالة عدم تغطية الاكتتاب، القيام بتخفيض رأس مال الإصدار أو الصندوق إلى الحد الذي تمت تغطيته من طرف

جمهور المكتتبين، وهو ما يجنب جهة الإصدار البحث عن متعهد للتغطية وما يترتب عن ذلك من تكلفة إضافية . وقد سمحت بعض القوانين بهذا، ومنها المادة ١٥٦ من قانون رأس المال المصري حيث نص على أنه :

« إذا انتهت المدة المحددة للاكتتاب دون الاكتتاب في جميع وثائق الاستثمار التي تم طرحها جاز للصندوق تعديل قيمة الأموال المراد استثمارها بالاكتفاء بما تم تغطيته من الوثائق، بشرط ألا يقل عن ٥٠٪ من مجموع الوثائق المصدرة، وفي هذه الحالة يجب تغيير جميع مستندات الصندوق بما يتفق مع قيمة الوثائق المكتتب فيها .

كما صدرت فتوى من الهيئة الشرعية للبركة تؤكد صحة هذا الإجراء، وعدم مخالفته لشرط معلومية رأس مال المضاربة عند ابرام العقد، ونصها :

« لا مانع شرعا من أن يكون رأٍ مال الصندوق المطروح للاكتتاب هو جميع ما يتم تحصيله عند الإغلاق لأنه هو موعد بدء مفعول المضاربة الذي يجب فيه معلومية رأس المال ».

٥- العدول عن تأسيس الصندوق

قد تلجأ جهة الإصدار إلى العدول عن تأسيس الصندوق عند عدم تغطية الاكتتاب إما بشكل اختيارية، وأما وجوبا بموجب القوانين المنظمة لهذا النشاط الاستثماري في حالة عدم تغطية نسبة ٥٠ ٪ من رأس المال المطروح للاكتتاب . فتضطر جهة الإصدار حينئذ إلى العدول تماما عن تأسيس الصندوق، وإعادة المبالغ التي دفعها المشتركون وقد نصت بعض القوانين على هذا كالقانون المصري مثلا حيث جاء في المادة ١٥٦ منه :

« يسقط ترخيص الصندوق إذا لم يتم تعديله طبقا للفقرة السابقة أو قل عدد الوثائق التي اكتتب فيها عن ٥٠٪ ، وعلى البنك الذي تلقى مبالغ من المكتتبين أن يرد إليهم هذه المبالغ كاملة فور طلبها بما في ذلك مصاريف الإصدار ».

٦- مشاركة جهة الاصدار في الاكتتاب،

تنص كثير من الصناديق الاستثمارية في لوائحها التنظيمية على حق إسهام الجهة المصدرة في رأس مال الصندوق، وعلى أنه سوف تُعَامل وتَسْتَحِقُّ كل حقوق المشاركة فيما يتعلق بالوحدات التى تكتتب فيها .

وهذه الصيغة تحقق فائدة كبيرة لنجاح عمل الصندوق الاستثماري، فهي بالإضافة لمعالجتها لعدم تغطية الاكتتاب، تمكن الجهة المصدرة من دفع عملية تشغيل الصندوق في بدايته أو لتطوير وتنمية نشاطاته في حالة احتياج الصندوق لمزيد من السيولة . ولكن بعض أنظمة الإدارة تضع حدود لمثل هذه المساهمة لا يمكن لجهة الإصدار تجاوزها .

« يشترك مدير الصندوق بنسبة لا تقل عن ٥٪ ولا تزيد عن ٥٠٪ من رأس مال الصندوق، ولا يحق له التصرف بالوحدات التي تمثل الحد الأدنى لاشتراكه طيلة مزاولته لمهامه » .وعلى هذا الأساس يمكن لجهة الإصدار الاشتراك في الصكوك المتبقية وذلك في حالة انقضاء فترة الاكتتاب دون تغطية الوحدات المطروحة للاكتتاب العام بما لا يتجاوز الحد الأقصى للاشتراك من قبل المدير » .

ولقد أجاز الفقهاء [٢٩] تقديم المضارب جزءا من رأس مال المضاربة بموافقة رب المال، فتجمع هذه الصورة بين الشركة والمضاربة . ويكون المضارب حينئذ شريكا لرب المال فيما قدّمه ومضاربا له فيما تسلّمه منه . وجاء هذا المعنى في فتوى مجمع الفقه الاسلامي التى تنص على :

« العنصر الرابع : ان من يتلقى حصيلة الاكتتاب في الصكوك لاستثمارها واقامة المشروع بها هو المضارب، أي عامل المضاربة ولا يملك من المشروع الا بمقدار ما قد يسهم به بشراء بعض الصكوك فهو رب مال بما أسهم به بالإضافة الى أن المضارب شريك في الربح بعد تحققه بنسبة الحصة المحددة له في نشرة الإصدار وتكون ملكيته في المشروع على هذا الأساس [٣٠] » .

وبهذا يمكن الجهة المصدرة للصناديق الاستثمارية أن تنص في نشرة الإصدار أو في لائحة الصناديق على حقها فى المشاركة فى رأس مال المضاربة وحصولها على صكوك بقدر الأموال التى تقدمها . وتكون الجهة المُصْدِرَة مالكة للصندوق الاستثماري بقدر الحصَّة المكتتب بها، وهي تَسْتَحِقُّ نصيبا من الأرباح بمقدار مساهمتها في رأس مال الصندوق بصفتها رب مال، ونصيبا آخر من الأرباح بصفتها مضاربا بنسبة الحصّة المحدّدة المتفق عليها .

ثالثا: مسائل اضافية تتعلق بالاكتتاب

١- الايجاب والقبول

بعد مرحلة التخصيص أو الزيادة في رأس مال الصندوق، تأتي مرحلة التعاقد النهائي بين المستثمرين وجهة الإصدار، حيث تقوم هذه الأخيرة بإصدار الشهادات وإرسالها للمشاركين خلال مدة لا تزيد عن فترة تحددها نشرة الاكتتاب .

ومثل كل العقود، يشترط في صيغة المضاربة شرط الإيجاب والقبول والمراد به العبارات المتقابلة التي تدلّ على اتفاق الطرفين، وقد ذهب الفقهاء المعاصرون إلى اتجاهين في هذا الخصوص :

- فبعضهم أخذ بالمذهب الحنفيّ الذي يعتبر أن الإيجاب : هو ما صدر ابتداء من أحد الطرفين، والقبول : هو ما صدر ثانيا من الطرف الآخر معبّرا عن رضاه. وتكون بالتالي نشرة الإصدار أو لائحة الصندوق هي (الإيجاب) الصادر من المضارب والموجّه إلى الجمهور بينما يمثل الاكتتاب في رأس مال الصندوق (القبول)، وبذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها .
- والبعض الآخر أخذ بما ذهب إليه الجمهور الذي يعتبر أن الإيجاب : هو ما صدر ممن يكون منه التمليك سواء صدر أولا أو صدر ثانيا، والقبول : هو ما صدر ممن يصير له الملك وإن صدر أولا . ويكون بالتالي الاكتتاب في رأس مال الصندوق هو (الإيجاب) بينما تعتبر موافقة الجهة المصدرة للصندوق هي (القبول)، وبذلك تنعقد المضاربة صحيحة منتجة لآثارها . وهذا هو الرأي المعتمد في قرار مجمع الفقه الإسلامي الذي ينص على :

> « يقوم العقد في صكوك المقارضة على أساس أن شروط التعاقد تحددها (نشرة الإصدار)، وأن (الإيجاب) يعبر عنه الاكتتاب في هذه الصكوك، وأن (القبول) تعبر عنه موافقه الجهة المصدرة » [٣١] .

ورغم أن الخلاف السابق لا ينتج عنه اختلاف في الأحكام أو النتائج، فإنه يمكن اعتبار أن صيغة الإيجاب والقبول تتم في الصناديق الاستثمارية بحسب احتفاظ الجهة

المصدرة بحقها في قبول مشاركة المكتتب ورفضها أو عدم احتفاظها بذلك.

ففي حالة الاحتفاظ بحقها في قبول مشاركة المكتتب أو رفضها، وهو غالبا ما يكون في الصناديق المغلقة التى يكون رأس مالها محددا وتنص لوائحها على القيام بعملية تخصيص للوحدات بأي شكل من الأشكال في حالة زيادة كمية الاكتتابات عن الحجم المطروح المطلوب. وحينئذ يكون الإيجاب من المشاركين (وذلك بتوقيع المستثمر على استمارة المشاركة التي تحتوى على إقراره بتسلمه دعوة المشاركة واطلاعه عليها والتزامه بنشرة الإصدار و/ أو لائحة الصندوق، وقيامه بدفع مساهمته بالطريقة المطلوبة)، والقبول من جهة الإصدار (حيث تقوم بتخصيص الوحدات للمكتتبين وبإخطارهم بالقبول كما يمكن أن ترسل لهم وثيقة رسميّة تثبت مشاركتهم في رأس مال الصندوق) .

أما إذا كانت جهة الإصدار قد أعطت للنشرة صفة الإيجاب الموجه للجمهور الملزم لها طيلة فترة الاكتتاب وتخلت عن حقها في إبداء الرأي في قبول المشاركة أو عدم قبولها كما في حالات الصناديق المفتوحة غير محددة رأس المال فإن النشرة تعتبر في حد ذاتها إيجاباً ويكون القبول هو تقدم المكتتب للمشاركة من خلال توقيع الاستمارة وحدد أو اقترانه بتحويل مبلغ المشاركة .

٢- توزيع أرباح فترة الاكتتاب

إن فترة الاكتتاب تختلف في التطبيقات العملية من إصدار إلى آخر، وهي تمتد من خمسة عشر يوما إلى شهرين أو ثلاثة أشهر في بعض الأحيان . وكلما طالت فترة الاكتتاب، كلما زادت حاجة المستثمرين لمعرفة مدى حقهم في الحصول على أرباح أموالهم خلال هذه الفترة .

والأصل أن تكون الأموال المجمعة في فترة الاكتتاب أموالا نقديا لدى جهة الإصدار، ولا سيما إذا كانت تلك الفترة قصيرة لا تتعدى الأسبوعين، بحيث لا تقوم جهة الإصدار باستثمارها وتعتبر بمثابة المبالغ المدفوعة في الحسابات الجارية قرضا مضمونا لا يستحق أي عائد .

ولكن الأمر يختلف إذا طالت فترة الاكتتاب، فالجهة المصدرة تستفيد من هذه الأموال وتستثمرها لتلك الفترات القصيرة، وذلك هو الأولى لكي لا يتم تجميد الأموال، وعليه فإن من حق المكتتبين الحصول على ربح أموالهم حسب مدة بقائها لدى جهة الإصدار من يوم تسليمها إلى يوم غلق الاكتتاب، بحيث لا يتضرر من اكتتب في الوحدات في بدايات فترة الاكتتاب ولا يستفيد دون وجه حق من اكتتب في نهاية فترة الاكتتاب. ولذا تنص بعض الإصدارات على أنه « في تاريخ الإغلاق، سيتلقى المكتتبون توزيعات نقدية تعادل مبلغ صافي الأرباح التشغيلية للوحدة التي تم الاكتتاب فيها خلال تلك الفترة ».

وقد عرض هذا الموضوع على الهيئة الشرعية للبركة وأصدرت الفتوى التالية :

« من حق المكتتبين المبكرين الحصول على ربح أموالهم المستثمرة أثناء فترة الاكتتاب، وعلى الشركة أن تتخذ الإجراءات التي تسهل ذلك مثل استخدام حساب النمر ومطالبة المكتتبين بفتح حسابات لإيداع تلك الأرباح ».

٣- طرح رأس مال إضافي للصندوق

تنص بعض الصناديق الاستثمارية على حق الجهة المصدرة أن تقوم بتحصيل رأس مال إضافي للصندوق من وقت لآخر كلما رغبت في ذلك ولا سيما عند احتياجها إلى مصادر مالية إضافية لدعم توسعاتها، وهذا ما يسمى بحالات الطرح اللاحقة. فيكون للصندوق حينئذ رأس مال أولي يتم تحصيله خلال الطرح الأولي للوحدات أي خلال فترة الاكتتاب الأولى من تأسيس الصندوق، ويكون للصندوق الحق في تحصيل رأس مال إضافي من خلال طرح وحدات إضافية جديدة للاكتتاب خلال فترة أو فترات اكتتاب لاحقة تحدد جهة الإصدار أوقاتها وفتراتها [٣٢].

أما بالنسبة لحالات الطرح اللاحقة لرأس ما الصندوق الاستثماري، فإن الحكم الشرعي بخصوص جوازها أو عدم جوازها يكون بحسب كيفية تحديد سعر الوحدات في فترات الاكتتاب اللاحقة، هل تتناسب مع القيمة الحقيقية للوحدات أم لا ؟ وقد جاء في قرار مجمع الفقه الإسلامي ما نصه :

« يجوز إصدار أسهم جديدة لزيادة رأس مال الشركة إذا أصدرت بالقيمة الحقيقية للأسهم القديمة (حسب تقويم الخبراء لأصول الشركة) أو بالقيمة السوقية[٣٣]».

فإذا كان سعر الوحدات الجديدة المطروحة للاكتتاب مساوية على الأقل للقيمة الحقيقية (أو السوقية) أي مساوية لصافي قيمة أصول الصندوق، فهذا لا مانع منه شرعا . ويستوي في ذلك أن تكون سعر الوحدات الجديدة المطروحة مساوية للقيمة الاسمية للوحدات السابقة أو أعلى منها أو أقل لأن العبرة ليست بالقيمة السوقية للوحدات السابقة وإنما العبرة بقيمتها الحقيقية التي تبرز الوضع المالي الفعلي للصندوق، فالقيمة الحقيقية للوحدة هي المقدار الذي تساويه من موجودات الصندوق بعد ملاحظة الأرباح والخصوم، فهي بمثابة المؤشر الحقيقي للأرباح أو الخسارة المتحققة .

أما إذا كان سعر تلك الوحدات الجديدة أقل من القيمة الحقيقية للوحدات السابقة، فهذا لا يجوز، لأن ذلك يضر بحقوق المشاركين في الصندوق حيث يؤدى إلى إنقاص قيمة وحداتهم أو حرمانهم من حقهم في هذا المال، وكل ما يؤدى الى ضرر بين، وحرمان من حقوق فعلية لا يجوز شرعا تطبيقا للقاعدة الشرعية (لا ضرر ولا ضرار) إلا إذا عوضوا عن حقوقهم تعويضا عادلا من خلال منح وحدات جديدة بقدر حقوقهم، أو دفع لهم الفروق لهم نقدا أو مقسطا، أو نحو ذلك [٣٤].

وعلى هذا الأساس فإن طرح وحدات إضافية جديدة في فترات اكتتاب لاحقة يكون جائزا شرعا بشرط أن يكون سعرها على الأقل مساويا لصافي قيمة أصول الصندوق، وهو ما ذهب إليه مجمع الفقه الإسلامي في القرار السابق ذكره الذي ينص أيضا على جواز إصدار أسهم أو وحدات استثمار مع رسوم إصدار بمعنى أنه لا مانع شرعا من إضافة نسبة معينة مع قيمة السهم، لتغطية مصاريف الإصدار ما دامت هذه النسبة مقدرة تقديرا مناسبا .



المبحث الرابع:
الإدارة التشغيلية للصناديق

أولا: نفقات التأسيس في الصناديق

تعتبر مسألة تحميل وحسم مصاريف إنشاء وتأسيس الصناديق الاستثمارية من أهم المواضيع المطروحة لدى الجهات التي تتولى عمليات الإصدار، ذلك أن تأسيس أي صندوق يحتاج إلى تخطيط وتنظيم وهيكلة تمهيدا لطرح وحداته، وتقوم الجهة المصدرة بكل تلك الأعمال التمهيدية قبل ظهور الصندوق بشكله النهائي وبالتالي قبل التعاقد مع المشاركين الذين يقبلون المساهمة في الصندوق وقبل حصولها على صفة المدير أو المضارب للصندوق.

وكل تلك الأعمال تُعتَبر من التحضيرات اللازمة التي تظهر آثارها الإيجابية في إنشاء الصندوق وعمله وتؤثر في نفعها العائد على جميع الأطراف، لأنها تمكّن في النهاية من تحديد كيفية التعاقد وإطاره ومكانه وزمانه وموضوع النشاط وتنظيم العلاقات المختلفة بين الأطراف وبينها وبين الغير . ولما كانت أعمال التأسيس هذه تتطلب مصاريفا وأموالا هامة، كان من الضروري بيان من يتحملها، هل هي الجهة المصدرة للصندوق ؟ أم المشاركون في الصندوق عند طرحه ؟ أم يتحملها الطرفان بانتقاص قيمتها من الوعاء الكلي للصندوق ؟

وقد درجت بعض الصناديق الاستثمارية على النص على الجهة التي تتحمل مصاريف التأسيس، فنجد مثلا في بعض لوائح صناديق شركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية النص على تحمل المضاربة مصاريف التأسيس، ونقتطف هنا جزءا منها :

« قبل إتمام الطرح الأولى لأسهم الصندوق يقدّم المضارب لحساب الصندوق المبالغ اللازمة لتغطية كل المصروفات الفعلية المدفوعة بشأن تخطيط وتنظيم وتأسيس وهيكلة الصندوق والطرح الأولي لأسهمه (يطلق على مثل تلك المصروفات إجمالا مصروفات التأسيس) ، وعند استلام رأس المال الأدنى من المشاركين، يحق للمضارب أن يسدد له الصندوق المبلغ الفعلي لمصروفات التأسيس أو نسبة كذا بالمائة من رأس المال الأدنى » .

وتذكر بعض اللوائح التنظيمة للصناديق تفصيل ما تشمله مصروفات التأسيس ومنها:

١. جميع الرسوم والأتعاب المدفوعة للجهات الحكومية .
٢. جميع الرسوم والنفقات المدفوعة للغير بما فيهم المحامون والمحاسبون والمستشارون الماليون والاقتصاديون والتجاريون .
٣. جميع النفقات النثرية المتعلقة بالسفر والسكن والمصروفات الأخرى المتعلقة بموظفي المضارب وجزء من رواتبهم ونفقاتهم الأخرى .
٤. جميع الإمدادات وإهلاك الأجهزة والمرافق المخصصة للنشاطات سالفة الذكر.
٥. التكاليف والمصروفات الأخرى التي دفعها المضارب فعليا وقرر أنه يجب تخصيصها بصورة عادلة للنشاطات سالفة الذكر .

لقد بحث هذا الموضوع الفقهاء المعاصرون وبعض هيئات الفتوى والرقابة الشرعية للبنوك والمؤسسات الإسلامية، والاتجاه العام هو أن يتحمل المضارب (الجهة المصدرة للصندوق) مصاريف التأسيس إذا لم يتم النص على غير ذلك في نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق. ويعتمد هذا القول على رأي الحنابلة بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة عند اشتراط ذلك في العقد لحديث «المسلمون على شروطهم»، أما في حالة عدم النص فإن مصاريف المضارب يجب أن تحسب عندهم من ماله الخاص [٣٥].

وفي حالة النص على تحمل أرباب المال مصاريف التأسيس، تبرز بعض الاشكالات التى تتطلب الحل الشرعي :

- هل تحمل تلك المصاريف على المشاركين فقط فيدفعون قيمتها عند الاكتتاب، ولا تتحمل جهة الاصدار شيء من ذلك ؟ أم إنها تحسم من الأرباح التى تتحقق بعدئذ قبل التوزيع فيتحمل أثرها كل من جهة الاصدار وأرباب المال ؟
- وهل يجب أن تقابل مصاريف التأسيس مصروفات فعلية محددة بمبلغ معين تم تحملها من قبل جهة الاصدار ؟ أم هل يكفي تقديرها بشكل تقريبي خصوصا إذا ما تداخلت أعمال الجهة المصدرة وتعذر التفصيل الدقيق لتكاليف انشاء صناديق متعددة وأعمال مختلفة ؟

ويبدو أن هناك منهجين مقبولين من الناحية الشرعية :

١- المنهج الأول : تحميل مصاريف التأسيس على الطرفين

يرى هذا المنهج توزيع عبء مصاريف التأسيس على الطرفين (الجهة المصدرة وأرباب المال) لأن كل منهما مستفيد من الأعمال التحضيرية التأسيسية للصندوق، فهذه المصاريف تحسم من صافي الأرباح التي تتحقق وذلك قبل التوزيع لها بالنسب المقررة . وبهذه الطريقة يتحمل المضارب جزءا منها بحسب نسبته من الربح، وكذلك أرباب الأموال بحسب نسبتهم، لأن حسمها من الأرباح يعود بالنقص على الطرفين بنسبة ربح كل منهما . ويرى أصحاب هذا التوجه ربط مصاريف التأسيس بالمصاريف الفعلية، بمعنى تحديدها بما تم صرفه فعلا سواء كان لتغطية جهود الغير أو جهود المضارب نفسه بأن تقوّم بأجر المثل.

وهذه الطريقة أعدل لربطها من ناحية بالمصاريف الفعلية، ولتوزيع عبئها على الطرفين بحسب نصيبهما في الربح من ناحية ثانية . وعلى هذا جاءت إحدى فتاوى الحلقة الفقهية الأولى لمجموعة دله البركة إذ نصت على أنه :

« يجوز أن تُحَمَّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محدّدة بمبلغ معين أو بحد أقصى يذكر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب » [٣٦] .

كما ذهب إلى هذا التوجه هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين عند راستها لمسألة دراسة مسألة تثبيت مصاريف تأسيس الصناديق بنسبة مئوية مقطوعة من رأس المال على أن تكون هذه النسبة متضمنة في نشرة الصندوق واللائحة العامة . وقد أجابت الهيئة بما يلي :

« لا مانع من تثبيت مصاريف تأسيس وإنشاء الصناديق على أساس نسبة مئوية مقطوعة من رأس مال الصندوق مع إعلام المساهمين بها في النشرة واللائحة شريطة إعادة النظر في تلك النسبة عند انتهاء مرحلة التأسيس باقتطاع المصاريف الفعلية ورد الفرق إلى حساب الاحتياطي أو الربح القابل للتوزيع » [٣٧] .

٢- المنهج الثاني : تحميل مصاريف التأسيس على المشاركين

يرى أصحاب هذا المنهج الثاني تحميل مصاريف التأسيس على أرباب المال المشاركين في الصندوق، حيث ينظر إلى هذه المصاريف على أنها خدمات سابقة على المضاربة قام بها المضارب وطلب لقاءها مقابلا حسب تقديره كثمن أو أجر لتلك الخدمات، وعرض على أرباب الأموال الاستفادة منها بتحمل نصيب من هذا المقابل . فان قبلوا دخلوا في المشاركة، وإلا أحجموا عن الدخول أو طالبوا بإنقاصها إلى القدر الذي يرتضونه ويقبله المضارب .

وقد اقترح المستشار الشرعي لمجموعة البركة [٣٨] هذا المنهج كأسلوب ثاني ممكن التعامل به مع ما سبق، وهو يعتبر أن هذا المنهج من قبيل المساومة لأن المصاريف تحدد هنا من خلال ما يقدمه المضارب من أجر للخدمات التي قدمها وليست مرتبطة بالمصاريف الفعلية، كما أن عبئها يكون على أرباب المال فقط . وقد ذكر صاحب هذا القول بأن هذا يشبه ما يقوم به أحد الشركاء أو الجيران من عمل في المال المشترك ويمكنهم من أن يستفيدوا منه بدفع ما يحدده من ثمن لتلك المنفعة . وكأنه من عمل الفضولي الذي يسري على من قصدهم به بإجازتهم له، (والإجازة اللاحقة كالوكالة السابقة) .

اتفقات التأسيس في الصناديق	
تتحملها جهة الاصدار	الأصل أن تتحملها جهة الاصدار لأنها من الأعمال التي تخص المضارب وتؤهله للقيام بدوره. أو لأنّها من أعمال الفضولي التي لا يتم مكافأتها إلا بموافقة صاحب الأمر
يتحملها المستثمرون	يتحملها المستثمرون إذا وافقوا عليها لأنها عبارة عن مقابل خدمات يقدمها المضارب أو الوكيل قبل التقاعد. فيستحق أخذ الأجر عليها إذا تم قبولها واقرارها.
تتحملها أموال الصندوق	يتحملها مال الصندوق وهو الأولى حيث يشترك الجميع في تحملها. وهذا هو الأغلب الأعم في التطبيقات العملية في إدارة الصناديق.

ثانيا: توزيع المصروفات في الصناديق

الهدف من إنشاء وإدارة مختلف الصناديق هو استثمار المال وتحقيق الربح من أجل توزيعه على أرباب المال أي المستثمرين في الصندوق . ومن المقرر في الفقه الإسلامي أنه لا ربح إلا بعد استرداد رأس المال وتغطية المصاريف لأن الربح كما يقول الفقهاء هو وقاية لرأس المال .

ومن هنا كان ضرورة البيان والتفريق بين المصروفات التي تخصم من الوعاء الاستثماري أي من الصندوق، وبين المصروفات التي لا تخصم منه وإنما يتحملها المدير للصندوق وهو المضارب في حالة صناديق الاستثمار الإسلامية القائمة على صيغة المضاربة.

وقد جاء التأكيد على هذا المعنى في « قواعد تنظيم صناديق الاستثمار » الصادرة في المملكة العربية السعودية عن وزير المالية والاقتصاد الوطني بتاريخ ١٤١٣/٧/٢٤ هـ، حيث نصت الفقرة الثالثة في الجزء المخصص لمكونات العقد على وجوب أن :

> « تتضمن العقود المبرمة بين المدير والمستثمرين - كحد أدنى - الشروط والأوضاع التالية (ومنها) : مقدار الأتعاب والرسوم والمصاريف التي تدفع للصندوق والمصروفات الأخرى التى تحسم من أصول الصندوق كالمصاريف القانونية وأتعاب المراجعة وحفظ الأصول والوساطة، وتحديد ما يتحمله المدير من مصاريف »

كما جاء في الفقرة الرابعة (هـ) :

> « يجب أن تذكر المصروفات في الاتفاقية بالأرقام وبصورة واضحة إن أمكن ذلك، وإن كانت هناك مصروفات غير محددة فيجب ايرادها في بند خاص ولا يجوز تقاضي أتعاب أو مصاريف أخرى غير ما ورد ذكره في الاتفاقية » .

وقد عالج الفقهاء القدامى مسألة توزيع المصروفات في موضعين، الموضع الأول عند حديثهم عن نفقة المضارب، والموضع الثاني عند تحديدهم لما يملكه المضارب وما لا يملكه من التصرفات ولا سيما التصرف الخاص باستئجار المضارب من يساعده في كل ما كان لمصلحة المضاربة ولا يقدر القيام به بمفرده . كما عالج الفقهاء المعاصرون هذه

المسألة على نحو مماثل، ففرقوا بين نوعين من المصروفات : أحدهما المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة ذاتها، والثانية المصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه .

١ - المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة

المصروفات الخاصة بأعمال المضاربة هي التكاليف المباشرة المتعلقة بتنفيذ وتشغيل العمليات الاستثمارية المكونة للمضاربة أي للصندوق الاستثماري، وهذه تُحَمَّل بطبيعة الحال على المضاربة نفسها ويكون عبئها على الطرفين: المشاركين بصفتهم أرباب المال والجهة المصدرة بصفتها المضارب .

وعلى هذا الأساس تُخَصَم هذه المصاريف من الربح إن كان هناك ربح، فينتقص ربح الطرفين بتوزيع الربح الصافي المتبقي بعد خصم المصاريف . أما إن لم يحصل ربح، فإن هذه المصاريف تُخَصَم من رأس المال فيخسر المضارب جهده وعمله ويتحمل رب المال الخسارة كما هو معتمد فى أصل المضاربة .

ولا يجوز فى هذه الحالة أن تُحَمَّل المصروفات على المضارب لأنها قد تكون أكبر من حصّته في الربح فلا يكون له نصيب منه بينما يتمتع رب المال بحصته في ذلك، وهذا يقطع المشاركة في الربح .

٢ - المصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه

أما بالنسبة للمصروفات المتعلقة بالمضارب نفسه، وهي التكاليف الإدارية اللازمة لممارسة المضارب نشاطه في إدارة ومتابعة أعمال المضاربة مثل المصروفات الخاصة بوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وكذلك مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها وإدارة المتابعة وإدارة المحاسبة .

فالأصل في هذا النوع من المصاريف أن يتحملها المضارب نفسه لأنها تخص أعمال واجبة عليه، وهو يستحق في مقابل قيامه بتلك الأعمال حصته المتفق عليها من الربح، فوجب أن تُغطَّى هذه المصاريف بجزء من حصته في الربح .

وقد ذكر الفقهاء في مسألة استئجار المضارب من يساعده في أعمال المضاربة، أنه إذا كان العمل المطلوب خفيفا وسهلا ولا يَشِقُّ على المضارب، وجرت العادة أن يتولى بنفسه تلك الأعمال فإنه لا يصحّ أن يؤجر من مال المضاربة أشخاصا آخرين يقومون بتلك الأعمال، لأن الربح الذي يستحقّه المضارب هو في مقابل تلك الأعمال ويجب أن يتحمل عمله، فإذا ما أنفق عليها يكون الإنفاق من ماله الخاص وليس من مال المضاربة .

ولكنهم أضافوا أيضا أنه إذا كان العمل المطلوب يشقّ عليه وليس فى طاقته وإمكاناته القيام به بنفسه، فيجوز للمضارب استئجار من يساعده للقيام به إذا كان ذلك من مصلحة المضاربة، ويكون الإنفاق هنا من مال المضاربة، وليس من ماله الخاص [٣٩] .

وقد جاءت الفتاوى المعاصرة بهذا الخصوص تأكيدا لما ذهب إليه الفقهاء القدامى، حيث نصت الفتوى الثانية للحلقة العلمية الأولى للبركة على أن :

« المصروفات التي تلزم المضارب في مقابل حصته من الربح هي المصروفات التي تلزم لوضع الخطط ورسم السياسات واختيار مجالات الاستثمار، واتخاذ القرارات الاستثمارية ومتابعة تنفيذها وحساب الأرباح والخسائر وتوزيعها وتشمل مصروفات إدارات الاستثمار والأجهزة التي تعتمد قراراتها وإدارة المتابعة وإدارة المحاسبة .

على أنه إذا اقتضت طبيعة المضاربة الاستعانة بخبرات في المجالات السابقة التي تلزم المضارب والتي لم تكن متاحة في هيكله الوظيفي وقت الدخول في المضاربة فان تكلفة هذه الخبرات تكون من مال المضاربة .

أما بقية المصروفات اللازمة لتنفيذ العمليات فتحسب على مال المضاربة .

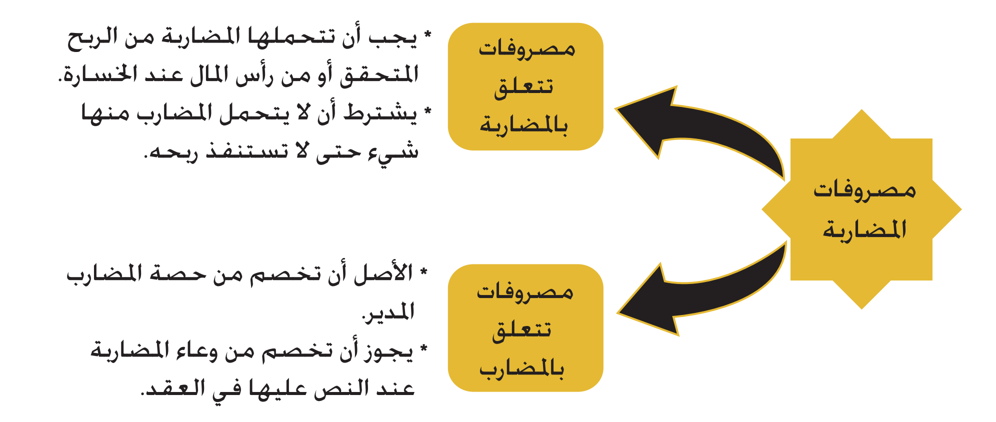
وبالنسبة للبنوك أو الشركات الاستثمارية التي تقوم بنشاط آخر بجانب عملها مضاربا، فيجب أن يراعى ان المضاربة لا تتحمل الا نسبة من المصاريف الكلية تتناسب مع ما قامت به في سبيل تنفيذ عمليات المضاربة » [٤٠] .

كما ورد نفس المعنى في الفتوى الأولى لندوة البركة الرابعة حيث جاء فيها أن :

الأصل في المصروفات الخاصة بعمليات الاستثمار في المصارف الإسلامية أن تتحمل كل عملية التكاليف اللازمة لتنفيذها .

أما المصروفات الإدارية العامة اللازمة لممارسة المصرف الإسلامي لأنشطته المختلفة فيتحملها المصرف وحده، وذلك باعتبار أن هذه المصروفات تغطى بجزء من حصته في الربح الذي يتقاضاه كمضارب حيث يتحمل المصرف ما يجب على المضارب أن يقوم به من أعمال .

أما المصروفات عن الأعمال التي لا يجب على المضارب أن يقوم بها فتتحملها حسابات الاستثمار وفقا لما قرره الفقهاء في أحكام المضاربة.
ويرجع إلى ما يره الخبراء عند الاشتباه في نوع المصروفات التي تتطلب أن يتحملها المضارب أو تتحملها العملية الاستثمارية وفقا لما تقرره هيئة الرقابة الشرعية في المصرف الإسلامي ذي العلاقة »(٤١) .



وحيث انه قد يحدث الاشتباه فى نوع المصروفات التي يتطلب أن يتحمّلها المضارب أو تتحملها المضاربة، فإنه يمكن حل ذلك بإحدى الطريقتين :

- الرجوع إلى ما يراه الخبراء ووفقا لما تقرّره هيئات الرقابة الشرعيّة، وهذا هو الحل الوارد فى فتوى ندوة البركة الرابعة التي تنص على أنه « يرجع إلى ما يراه الخبراء عند الاشتباه في نوع المصروفات التي تتطلب أن يتحملها المضارب أو تتحملها العملية الاستثمارية وفقا لما تقرره هيئة الرقابة الشرعية في المصرف لإسلامي ذي العلاقة » .

- أو النص صراحة فى عقد المضاربة أو لائحة الصناديق الاستثمارية على الجهة التي تتحمل تلك المصروفات، وذلك عملا برأي الحنابلة القائل بجواز تحميل نفقة المضارب على مال المضاربة إذا تم اشتراط ذلك فى العقد لحديث «المسلمون على شروطهم»، وفي حالة عدم النص على ذلك في العقد فإن مصاريف المضارب تحسب من ماله الخاص .

ثالثا : ضوابط تداول الوحدات

تمثّل الصكوك الاستثمارية حصّة شائعة في موجودات الصندوق الاستثماري، وتعتبر حيازتها وقبضها حيازة للحصّة الشائعة نفسها . فيكون لحامل كل وحدة أو سهم أو أي ورقة مالية الحق في التصرف فيها بالبيع والهبة وغير ذلك من التصرّفات المقرّرة شرعا للمالك .

وتنص نشرات الاكتتاب فى عديد من الصناديق على هذا الحق في التصرف، ومن ذلك صناديق شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية وشركة الامين للاوراق المالية التي تنص نشراتها على أن « الأسهم قابلة للتداول بالبيع والشراء ويتم تسجيل التصرّفات التى ترد عليها من بيع أو رهن أو تنازل أو تحويل فى سجلات الشركة أو لدى مكاتب التسويق أو متعهدي الشراء ، وتكون الشركة مسئولة أمام آخر مساهم مسجل لديها » .

ومن خلال تتبع نشرات مختلف صناديق الاستثمار الإسلامية، يمكن ملاحظة استخدام مصطلحات متنوعة بخصوص بيع وشراء الوحدات الاستثمارية أثناء فترة الصندوق، فهناك مصطلح التخارج، ومصطلح الاسترداد أو إعادة الشراء ومصطلح التداول، ولكن في كثير من التطبيقات العملية لا تظهر فوارق جليّة عند استخدام هذه المصطلحات من قبل مختلف الصناديق .

ومن المهم التفريق بين هذه المصطلحات بحسب الجهة المقتنية للوحدة الاستثمارية : فنطلق مصطلح الاسترداد أو إعادة الشراء كلما تمت إعادة بيع الوحدات إلى الجهة المتعهدة بإعادة شراء سواء كانت الجهة المصدرة نفسها أو أي مؤسسة أخرى تعهدت

بذلك على سبيل التضامن أو بشكل مستقل . أما مصطلح التخارج أو التداول فهو يجب أن يستخدم عند تحويل ملكية الوحدة من مستثمر مشارك في الصندوق إلى غير الجهة المتعهدة بالشراء، ويفضل استخدام مصطلح التخارج إذا تم نقل ملكية الوحدة من مستثمر مشارك في الصندوق إلى مستثمر آخر مشارك أيضا في نفس الصندوق، ومصطلح التداول إذا تم نقل ملكية الوحدة إلى أي مستثمر آخر جديد .



وعلى العموم نسجل أن بعض الصناديق مثل تلك الصادرة عن شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية التابعة لمجموعة دله البركة تضع في لوائح صناديقها أحكاما تخص التخارج وإعادة الشراء، وأحكاما أخرى تنظم التداول . ونذكر من تلك الأحكام ما نصه :

<u>أحكام التخارج/إعادة الشراء :</u>

« إذا طلب أحد المشاركين التخارج أو إعادة الشراء الصندوق لبعض أو كل أسهمه في وقت يختلف عن المبين (أي عن الفترة المحددة في اللائحة والتى يسمح فيها بالتخارج) ، ويثبت للمضارب بصورة مقنعة وكافية أن طلب التخارج/إعادة الشراء عائد إلى سبب طارئ فعلا أو إلى أسباب تخرج عن إرادة المشارك الطالب، فإن للمضارب وفق تقديره أن يسمح بالتخارج/بإعادة الشراء بسعر وشروط يحددها المضارب » .

أحكام التداول :

« يمكن تداول وحدات الصندوق بعد فترة انتهاء الاكتتاب الأولي، ولكن لا يجوز تحويل ملكية الأسهم إلا بموافقة كتابية مسبقة من المضارب، وبعد استيفاء الشروط التالية.. (ومنها) : تسديد الجزء غير المسدد من مبلغ الاكتتاب، ويتم التفاوض حول سعر التداول والشروط الأخرى للتحويل المقترح بين الناقل والمنقول إليه وحدهما، ولا يعد الصندوق ولا المضارب أي تقويم للصندوق ولا لأسهمه لمثل هذا الغرض ».

ويظهر مما سبق أن التداول يمكن أن يتم في أي وقت من عمر الصندوق بشرط إخطار الجهة المصدرة، بينما عملية التخارج أو إعادة الشراء لا تتم إلا في فترات تحددها جهة الإصدار . والسبب في ذلك أن التداول يكون بأي سعر يتفق عليه الطرفان بل قد يكون بمجرد التنازل دون أي مقابل، في حين أن عملية التخارج وإعادة الشراء تتطلب تحديد لسعر الوحدة ليتم بمقتضاها البيع سواء للجهة المصدرة أو لأي مستثمر آخر .

ومن هنا كان تحديد أسعار الوحدات وطرق الإعلان عنها من المواضيع الهامة التي يجب ضبطها عند إدارة الصناديق، وقد نصت قواعد تنظيم صناديق الاستثمار [٤٢] على هذا حيث جاء فيها :

« يتم تحديد أسعار الوحدات بتقسيم صافي قيمة الأصول على عدد وحدات الصندوق، وفي حالة نشر أسعار الوحدات والبيانات المتعلقة بها فيلزم التقييد بما يلي :

١. أن تكون الأسعار المعلنة للوحدات صافية من أية رسوم أو مصاريف وعند إعطاء تسعير للوحدات يجب إظهار أسعار البيع والشراء كل على حدة .
٢. عند إجراء مقارنة لأسعار الوحدات يجب أن تكون المقارنة بين أسعار الطلب ببعضها وأسعار العرض ببعضها .
٣. إظهار حقلين على الأقل في الأرقام العشرية لكل العمليات الحسابية الخاصة بسعر الوحدات وتحليلها .
٤. توضيح نسبة التغيير في سعر الوحدة بحيث تتم المقارنة بين أحدث سعر

للوحدة مع السعر الذي قدم في أقرب فترة قبل تقديم السعر الحالي للوحدة، مع الإشارة إلى تاريخ السعر الذي قدم في أقرب فترة وإظهار نسبة التغيير على أساس سنوي .

٥. إذا كان هناك تغيير في نشر ما ذكر أعلاه فيجب إيضاح الطريقة التي تمت على أساسها تلك التغييرات .

٦. القيام بنشر أسعار الوحدات للجمهور بالتنسيق مع المؤسسة (مؤسسة النقد) .

٧. أن تكون أسعار الوحدات المنشورة هي الأسعار الفعلية التي استخدمها الصندوق في تعامله مع الجمهور .

٨. أن تتم الدعايات والإعلانات الخاصة بأداء الصندوق على أساس فترات ثابتة في التقويم.

١- مبدأ التراضي في تسعير الوحدات

حيث تعتبر الوحدة أو الصك الاستثماري حصة شائعة في موجودات الصندوق، فلا يوجد مانعا شرعيا للتصرف في هذه الحصة بالبيع والشراء وغيرها من التصرفات، فالشريعة الإسلامية كما تجيز التصرف فى مجموع المال تجيز التصرف في الحصّة الشائعة . وقد جاء فى فتوى مجمع الفقه الإسلامي بهذا الخصوص ما يلى :

« الصورة المقبولة شرعا لسندات المقارضة بوجه عام لا بد أن تتوفر فيها العناصر التالية : العنصر الأول، أن يمثل الصك ملكية حصة شائعة فى المشروع وتستمر هذه الملكية طيلة المشروع من بدايته الى نهايته، وترتب عليها جميع الحقوق والتصرفات المقررة شرعا للمالك فى ملكه من بيع وهبة ورهن وارث وغيرها، مع ملاحظة أن الصكوك تمثل رأس مال المضاربة »[٤٣] .

وبالنسبة للأسعار التي تباع بها الوحدات الاستثمارية، فالأصل أن يتّفق عليها بالتراضي بين الطرفين سواء كانت بالقيمة السوقية أو أكثر من ذلك أو أنقص لأنه من قبيل بيع حصة شائعة في موجودات الصندوق بالتراضي، وقد جاء في فتوى الحلقة العلمية الأولى للبركة أنه يجوز شرعا خروج صاحب حصة في صندوق استثماري بالقيمة التي يعرضها الصندوق

ويقبلها الخارج بصرف النظر عن الطريقة المحاسبية التي يصل إليها الصندوق في تقييم هذه الحصة » (٤٤) .

ويترتب على مبدأ التراضي في تسعير وتداول الوحدات عددا نت لالبمادئ التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار، ومنها :

- وجود تقييم دوري لموجودات وأصول الصندوق (بالتعاون مع خبراء التقويم)
- بيان طريقة وكيفية تحديد الأسعار (صافي قيمة الأصول ناقصا نسبة معينة)
- على البنك أن يحدد يوماً لتقويم وحدات الصندوق وكذلك أيام الاشتراك والاسترداد لقيم الوحدات المستثمرة على أن يكون استرداد الوحدات على أساس صافي قيمة الصندوق في أقرب تاريخ لاحق لتاريخ استلام طلبات استرداد قيمة الوحدات .
- تقوم وحدات الصناديق وفق مبدأ يسمى « صافي قيمة الأصول » . وتحدد صافي قيمة الأصول للوحدة الواحدة من الصندوق بطرح إجمالي التزامات الصندوق من إجمالي أصوله (القيمة السوقية للموجودات) ويقسم الناتج على عدد وحدات الصندوق، وذلك على النحو التالي :
- تعيين المكلف بتحديد الأسعار وبمراجعتها، وذلك بالإعلان عن الأمين أو المكاتب المتخصصة في التسعير .

$$\text{صافي قيمة الأصول للوحدة الواحدة} = \frac{\text{القيمة السوقية للموجودات - المطلوبات}}{\text{عدد الوحدات القائمة}}$$

- بيان دورية الإعلان عن الأسعار (أسبوعيا، شهريا، كل ٣ أشهر) .
- بيان إجراءات الاسترداد (تعبئة نموذج الاسترداد، جهة التخاطب، تسليم الطلب في مواعيد محددة).
- تحديد فترات عدم السماح بالاسترداد، وضوابط إيقاف الاسترداد مثل فترات بداية ونهاية الإصدار، حالة زيادة الطلبات عن نسبة معينة من إجمالي عدد الوحدات وغيرها .

- وهنا نجد أن بعض الأنظمة تعطي للجهة المصدرة حقا مطلقا لإيقاف عملية الاسترداد في أي وقت من الأوقات، وفي الفترات التي تراها مناسبة وفقا لما تقرره وفقا لسلطتها التقديرية وبما يحفظ حقوق الصندوق . ولكن تعطي بعض الأنظمة الأخرى حقا مقيدا لجهة الإصدار بوقف الاسترداد في حالة زيادة طلبات الاسترداد المقدمة عن نسبة محددة مثل نسبة ١٠٪ من إجمالي عدد الوحدات المصدرة من قبل الصندوق، كما يمك للجهة المصدرة في هذه الحالة أيضا اللجوء إلى تخفيض الوحدات المستردة بطريقة النسبة والتناسب ليكون إجماليها ما لا يزيد عن ١٠٪ من عدد الوحدات المصدرة .

٢- الضوابط الشرعية للاسترداد

أجاز مجمع الفقه الإسلامي تداول الأوراق المالية وفقا لظروف العرض والطلب ولإرادة المتعاقدين في قراره التالي:

« يجوز تداول صكوك المقارضة فى أسواق الأوراق المالية إن وجدت بالضوابط الشرعية وذلك وفقا لظروف العرض والطلب ويخضع لإرادة العاقدين » [٤٥] .

ولكن يتضح من القرار أيضا أنّه يجب مراعاة عند التسعير الأحكام الخاصة بموجودات الصندوق في كل حين، فقد تشمل هذه الموجودات أحيانا خليطا من نقود وديون وأعيان ومنافع، وقد تشمل أحيانا أخرى بعضا من هذه المكوّنات منفردة فتختلف حينئذ أحكام التصرّف في الوحدات، ويمكن حصر أربع حالات أساسية لموجودات الصندوق تؤثر في ضوابط تدول الوحدات، وهي التالية:



أ - أن تكون أكثر موجودات الصندوق نقودا

تتجسّد هذه الحالة عند بداية طرح الصندوق الاستثماري وقيام المضارب بتسلُّم رأس مال المضاربة أثناء فترة الاكتتاب، فتتكوّن موجودات الصندوق حينئذ من الأموال النقديّة المجتمعة من حصيلة الاكتتابات في رأس المال. وتمتدُّ فترة الاكتتاب عادة في الصناديق الاستثمارية من بضعة أيام إلى شهر أو شهرين حسب مدّة الصندوق نفسه، ولا يتم خلالها احتساب الأرباح للأوراق المالية لأن رأس مال الصندوق لا يزال نقدا ولا يبدأ استثماره إلا من تاريخ غلق الاكتتاب .

كما أن موجودات الصندوق تكون نقودا في بداية تشغيل الصندوق إذا لم يتم استثمار الأموال وتحويلها من نقود الى عمليات استثمارية (أصول ومنافع). وفى هذه الحالة التي تكون موجودات الصندوق نقودا سواء أثناء فترة الاكتتاب أو بعدها فإنه لا يجوز تداول الوحدات بالبيع والشراء إلا وفق أحكام الصرف لأنه مبادلة نقد بنقد . وحيث إنه يشترط في الصرف التماثل فليس للمشارك فى الصندوق في هذه المرحلة أن يطالب المضارب بأي ربح إذا رغب في بيع الوحدات التي في حوزته، ولا يجوز أن تُبَاع إلا بقيمتها الاسمية دون زيادة أو نقص ويُعْتبَر هذا البيع إقالة أو فسخا لعقد المضاربة أي للاكتتاب وليس عقدا جديدا .

وتنطبق ضوابط التداول المشار إليها كذلك عند نهاية مدّة الصندوق إذا ما تحوّلت موجوداته إلى نقود . وهذا ما يحصل غالبا قبل تاريخ التصفية فلا يجوز تداول الوحدات إلا بما يساوى حصّتها من النقود التي تمثل القيمة الفعلية لموجودات الصندوق بعد تنضيضها وليس القيمة الاسمية للورقة المالية لأن النقد لا يباع بالنقد الاّ متساويا[٤٦] .

ب - أن تكون أكثر موجودات الصندوق ديونا

تكون موجودات الصندوق ديونا في حالة استثمار أموال الصندوق في عمليات البيع الآجل (سواء بيع المساومة أو بيع المرابحة) أو في عمليات بيع السَّلم .

وذلك لأن قيام المضارب بشراء بضائع وأصول ثم بيعها بالأجل يجعل مكوّنات الصندوق تتحوّل مباشرة إلى ديون في ذمّة المتعامل معهم . كما أن قيام المضارب بدفع رأس مال الصندوق في عمليات بيع السَّلم يجعل مكوّنات الصندوق تتحوّل إلى ديون لأن المسلّم فيه قبل قبضه يُعَدُّ دينا في ذمة البائع .

وفى هذه الحالة تمثل الوحدات ديونا ويخضع تداولها لأحكام التعامل بالديون، والجمهور يمنعون بيع الديون ورهنها، أما المالكية فإنهم يرون جواز بيع الدين للمدين به بما يساويه من النقود بشرط أن تكون النقود مقبوضة في الحال، أما إذا بيع الدين لغير المدين به فإنه يجب أن يُباع بغير جنسه، فإن كان الدين نقودا وجب بيعه بسلعة أو بنقد يختلف عن الدين فى جنسه، وعلى ذلك فإن بيع الوحدة التي تمثّل دينا فى الذمة يخضع لهذه الأحكام .

وقد قامت شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية بتكوين صندوق استثماري مخصص بالكامل لعمليات مرابحة ونصّت في نشرة الاكتتاب على عدم إمكانية التداول خلال كامل فترة الاستثمار بحيث يُشْتَرَطُ على المشارك البقاء إلى تاريخ التصفية، ويُعْتَبَر هذا تطبيقا لضوابط التداول في حالة كون أغلب موجودات الصندوق ديونا .

ج - أن تكون موجودات الصندوق أعيانا أو منافع

تتجسّد هذه الحالة بعد تشغيل الصندوق وقيام المضارب بتحويل حصيلة الاكتتابات التي تمثّل رأس مال الصندوق في شكله النقدي إلى أعيان ومنافع، وذلك كأن يشترى المضارب معدّات وآلات وأصولا مختلفة لتأجيرها أو أن يشترى قطعة أرض لاستصلاحها أو البناء عليها وتأجيرها .

وسواء كانت موجودات الصندوق أعيانا فقط أو منافع فقط أو أعيانا ومنافع معا، فإن الوحدات تمثل حصّة في أعيان مالية ويجوز بالتالي تداولها دون أي قيد أو شرط.

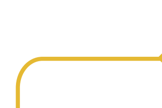
د - أن تكون موجودات الصندوق مختلطة

في هذه الحالة تمثل الوحدات حصّة شائعة في مجموعة موجودات الصندوق المتكوّنة من نقود وديون وأعيان ومنافع . والتوجه العام هنا أن تعامل هذه الأوراق المالية مثل معاملة الأسهم في الشركات بحيث يمكن تداولها بالبيع والشراء بتراضى الطرفين وبالقيمة التي يتفق عليها سواء كانت أقل أو أكثر من القيمة الاسمية المعلنة وذلك تبعا للنتائج التي يحققها الصندوق، ولكن هذا التعامل مشروط عند بعض الفقهاء بأن تكون الأعيان والمنافع غالبة على النقود والديون لأن الشريعة الإسلامية تجعل الحكم للغالب، وهذا ما أخذ به قرار مجمع الفقه[٤٧] . بينما اكتفى البعض الآخر بوجود الخلطة دون اشتراط الغلبة وذلك أخذا بمبدأ التبعية لأنه يجوز تبعا ما لا يجوز استقلالا، وذهبت فتاوى مجموعة البركة إلى هذا الرأي الأخير [٤٨] .

وذهب المستشار الشرعي لمجموعة دله البركة إلى مثل القول السابق، فهو يرى كذلك الاكتفاء بمبدأ الخلطة في مكوّنات الإصدار (وجود أعيان ومنافع إلى جانب النقود والديون) ولا يشترط بأن تكون الأغلبية للأعيان والمنافع وإن كان الأولى ذلك كما ذكر في أجوبته الشرعيّة، وقد استدلّ بحديث رسول اللّه عليه الصلاة والسلام : « من باع عبدا وله مال فماله للبائع إلا أن يشترطه المبتاع » وفسّر ذلك بقوله أنه إذا اشترطه المبتاع (المشترى) كان ذلك منه شراء لعين ونقد بالنقد، وقد يكون المال الذي بحوزة العبد أكثر من قيمته بكثير، فيغتفر لكون النقد هنا تابعا، والنقود في المضاربة أو المشاركة تابعة للأعيان والمنافع التي هي الأصل بحسب طبيعة المشاركة، لكونها متاجرة بالسلع لتحقيق ربح مشترك..» [٤٩].

3

المبحث الثالث:
آليات وأسس طرح الوحدات للاكتتاب



التراضي

- وجود تقييم دوري لموجودات وأصول الصندوق(بالتعاون مع خبراء التقويم).
- بيان طريقة وكيفية تحديد الأسعار (صافي قيمة الأصول ناقصا نسبة معينة).
- تعيين المكلف بتحديد الأسعار ومراجعتها (تذكر: مكاتب متخصصة، الأمين).
- بيان دورية الإعلان عن الأسعار (أسبوعيا، شهريا، كل ٣ أشهر).
- بيان اجراءات الاسترداد (تعبئة نموذج الاسترداد، جهة التخاطب، تسليم الطلب في مواعيد محددة).

الضوابط الشرعية

- لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجوداتها كلها من النقود، سواء في فترة الاكتتاب أو بعد ذلك (قبل أن تزاول الشركة نشاطها أو عند التصفية) إلا بالقيمة الإسمية وبشرط التقابض.
- لا يجوز تداول أسهم الشركات إذا كانت موجودتها كلها من الديون إلا بمراعاة أحكام التصرف في الديون.
- يجوز تداول أسهم الشركات إذا موجوداتها كلها خليطا من الأصول والمنافع والديون والنقود.

رابعا: اقتطاع الاحتياطيات في الصناديق

تقوم المؤسسات المالية الإسلامية عموما وكذلك مختلف صناديق الاستثمار التى تطرحها الشركات والمصارف الإسلامية على أساس عقد المضاربة، وتتضمن لوائح هذه الجهات النص على اقتطاع نسبة معيّنة من الأرباح في نهاية كل دورة تودع فى حساب خاص مستقل، وترصد حصيلة هذه المبالغ لتكوين احتياطيات من أجل :

- مواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال .
- أو مواجهة انخفاض مستقبلي في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات .

وفي الواقع العملي قد تستفيد من هذه الاحتياطيات نفس الجهات التي استقطعت منها تلك المبالغ، وقد تستفيد منها جهات أخرى غيرها حيث تتبدل وتتنوع أشخاص المساهمين من فترة إلى أخرى، كما قد ينص في بعض الشركات أو الصناديق الاستثمارية على أن الاحتياطي لا يخص أيا من الشركاء بعد التصفية بل إنه يذهب إلى أغراض الخير أو إلى أي أغراض خدمة المجتمع.

إن جمهور الفقهاء (٥٠) يشترطون أن يكون الربح مختصا بالمتعاقدين لا يعدوهما الى غيرهما، فالأصل عندهم أن توزع الأرباح بين الطرفين ويمنع تخصيص أي جزء منها للغير، وهذا بخلاف رأي المالكية القائل بجواز اتفاق طرفي عقد المضاربة على تخصيص جزء من الربح (أو كله) الى الغير لأن المتعاقدين يكونان قد تبرعا بذلك الجزء من الربح فكان ذلك هبة وقربة للّه تعالى ولا يمنعان منها .

وأخذا بهذا الرأي الأخير، فإن نسبة الربح المقتطعة هي تبرّع من المتعاقدين الذين يمثّلون أصحاب الحق في الأرباح، وانهم قد رضوا بالتبرع سواء انتفعوا هم بالاحتياطي أو انتفع غيرهم به كما تنص على ذلك نشرة الاكتتاب أو لائحة الصندوق الاستثماري أو النظام الأساسي للشركة الذي تم الموافقة عليه . وفي هذا الإطار جاءت فتوى بنك دبي الإسلامي :

> « المقرر شرعا هو وجوب الوفاء بالعقود وأن الشروط جائزة بين المسلمين إلا شرطا حرم حلالا أو أحل حراما، فإذا تضمن عقد الشركة حكما خاصا بشأن الاحتياطي عند خروج أحد الشركاء تعين العمل به .

ويجوز الاتفاق على أن يذهب الاحتياطي كله إلى أغراض الخير وإذا لم ينص العقد على شئ من ذلك كان من حق الشريك الحصول على نصيبه في الاحتياطي طالما كان العقد يكفل له الخروج من الشركة في أي وقت يشاء »[٥١] .

فإذا ما خرج بعضهم من المضاربة أو من الصندوق الاستثماري فإن المشارك المتخارج يكون أمام حالتين : أما أن يستفيد – عند تخارجه – بحصّته من الأرباح المحتجزة لتكوين الاحتياطي، ويترتّب على هذا أن تقوم الجهة المصدرة للأوراق المالية بالأخذ بعين الاعتبار ذلك الاحتياطي عند إعادة شرائها للأوراق المالية، وهذا هو الأعدل للمشارك . وإما أن لا يستفيد – عند تخارجه – بالاحتياطي وفقا لما تم الاتفاق عليه في التعاقد فيكون ذلك من قبيل الإبراء، حيث يبرئ المتخارج المؤسسة أو إدارة الصندوق مما له في ذمتها من حصته في الاحتياطي .

أما عن كيفية اقتطاع هذه الاحتياطيات : هل من الربح الكلّي قبل توزيعه بين المضارب ورب المال ؟ أم هل يشترط اقتطاعه من أحد الطرفين دون الآخر ؟ فإن الحكم يختلف بحسب المستهدف من تكوين الاحتياطي :

- فإذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة مخاطر الاستثمار وتحقيق حماية رأس المال بحيث يغطّى هذا الاحتياطي أي خسارة تلحق رأس المال، ففي هذه الحالة يجب أن تقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم، ولا مجال لمشاركة المضارب في هذا الاحتياطي لأنه يكون بذلك قد ضمن جزءا من خسارة رأس المال، وهذا الضمان غير جائز باتفاق الفقهاء . وقد نصت فتوى مجمع الفقه الإسلامي على أنه : « ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الإصدار على اقتطاع نسبة معينة في نهاية كل دورة، إما من حصة الصكوك في الأرباح في حالة وجود تنضيض دوري ، وإما من حصصهم في الإيراد أو الغلة الموزعة تحت الحساب ووضعها في احتياطي خاص لمواجهة مخاطر خسارة رأس المال »[٥٢] .

- أما إذا كانت الأرباح المقتطعة مخصصة لمواجهة انخفاض محتمل في الأرباح وتحقيق موازنة في التوزيعات بحيث يتفق المتعاقدون على توزيع مستوى معيّن من الأرباح والاحتفاظ بالجزء المتبقي لاستخدامه مستقبلا فى حالة انخفاض الأرباح عن المستوى المطلوب، فإنه يجوز هنا اقتطاع تلك الاحتياطيات من الربح الإجمالي قبل توزيعه بين أرباب المال والمضارب، إذ كلاهما له الحق في الربح ومستفيد بالاحتياطي .

ومن الفتاوى المعاصرة الصادرة بهذا الخصوص :

« إذا كان المخصص المقتطع من أرباح شركة المضاربة هو لضمان مستوي معين من الأرباح فانه يجوز اقتطاعه من الربح الكلي قبل توزيعه بين أرباب المال و المضارب .

أما إذا كان المخصص لوقاية رأس المال (حماية الأصول) فانه يقتطع من حصة أرباب المال في الربح وحدهم ، ولا يشارك فيه المضارب ، لأن اقتطاعه من الربح الكلي يؤدى إلى مشاركة المضارب في تحمل خسارة رأس المال، وهي ممنوعة شرعا » [٥٣] .

« لتغطية الحساب المخصص لمواجهة مخاطر الاستثمار يجوز أن يقتطع المصرف الإسلامي سنويا نسبة معينة من صافي أرباح الاستثمار المتحققة من مختلف العمليات الجارية خلال السنة المعينة . وتبقى هذه المبالغ المقتطعة محفوظة في حساب مخصص لمواجهة أية خسائر تزيد عن مجموع أرباح الاستثمار في تلك السنة » [٥٤] .

خامسا: التصفية وتوزيع الأرباح

نظرا للطابع الجماعي في الاستثمار في الصناديق، واستمرار النشاط فيها عادة لفترات ودورات زمنية متعددة (متوسطة وطويلة الأجل)، تقوم جهات الإصدار في أكثر الأحيان بتوزيع أرباح في فترات دورية، وتتخذ هذه التوزيعات إحدى الطريقتين :

الطريقة الأولى : توزيع دفعات على الحساب الى أن تتم التصفية النهائية للصندوق فتعدّل التوزيعات حينئذ وفقا للنتائج الفعلية المتحققة، وهذه الطريقة تعنى قسمة الربح قبل المفاصلة أي مع استمرار المضاربة .

الطريقة الثانية : توزيع الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تعتبر نتائج كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن نتائج الدورات اللاحقة . فيكون لكل دورة حساباتها وأوضاعها المالية الخاصة وتوزع نتائجها في كل مرة دون اللجوء الى التصفية الفعلية والنهائية للصندوق نفسه .

الوصف والتكييف الفقهي

بالنسبة للطريقة الأولى التي يتم فيها توزيع دفعات على الحساب الى أن تتم التصفية النهائية للصندوق، فقد أجازها الشافعية والحنابلة طالما أن الربح لا يستقر بالقسمة بحيث تجبر أي خسارة لاحقة بالربح الأوّل الموزّع لأن الربح كما ذكروا يجب أن يكون وقاية لرأس المال .

وقد عُرِضَت في إحدى ندوات البركة مسألة التزام المضارب بدفع نسبة ثابتة من رأس المال للبنك بصفته رب المال على حساب الأرباح على أن تتم التسوية والسداد لاحقا ؟ وصدرت الفتوى التالية :

« لا مانع شرعا من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأسمال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية لاحقا مع التزام البنك بتحمل الخسارة إذا وقعت » [٥٥] .

وفي نفس هذا الموضوع، بحثت الحلقة العلمية الأولى للبركة مسألة توزيع الدخل التشغيلي بنسبة تحت الحساب إلى حين التنضيض وأصدرت الفتوى التالية :

« إذا كان موضوع المضاربة أصولا تدر دخلا جاز الاتفاق على توزيع هذا الدخل بين المضارب ورب المال بنسبة معينة تحت الحساب، وعلى توزيع ما ينتج من ربح عند بيعها بنسبة أخرى، وإذا بيع الأصل بأقل من ثمن شرائه فإن هذا النقصان يجبر من الدخل التشغيلي »[٥٦].

كما تم إقرار هذا المبدأ في الفتوى الصادرة عن مجمع الفقه الإسلامي في القرار رقم٥ الذي بيّن المسألة بكل وضوح كالآتي :

« يستحق الربح بالظهور، ويملك بالتنضيض أو التقويم ولا يلزم إلا بالقسمة. وبالنسبة للمشروع الذي يدر إيرادا أو غلة فانه يجوز أن توزع غلته . وما يوزع على طرفي العقد قبل التنضيض (التصفية) يعتبر مبالغ مدفوعة تحت الحساب » [٥٧].

أما بخصوص الطريقة الثانية التي يوزع فيها الربح بشكل نهائي في فترات دورية محددة بحيث تكون كل دورة من دورات توزيع الأرباح مستقلة عن الأخرى دون اللجوء إلى التصفية الفعلية للصندوق نفسه، فإننا نواجه هنا بعض العقبات والإشكاليات الشرعية حيث يُشْتَرط في الفقه الإسلامي توفر شرطين لكي يستقر ملك الطرفين في حصتهما من الربح، وهما :

- شرط تنضيض مال المضاربة (تصفية المضاربة) .
- شرط قبض رب المال لأصل ماله (استعادة رأس المال) .

ومن المعلوم أنه في الصناديق الاستثمارية متوسطة وطويلة الأجل - التي توزع فيها الأرباح دوريا - يتعذر عمليا القيام في نهاية كل دورة بالتصفية الكلية لجميع مكونات الصندوق كما يتعذر إعادة كل رأس مال الصندوق لأصحابه . فكيف إذن عالج الفقهاء المعاصرون هذه المسألة ؟

بالنسبة لشرط التنضيض الفعلي لكامل مشاريع المضاربة فقد عالج الفقهاء المعاصرون هذه المسألة باعتبار التنضيض الحكمي أو التقديري أو ما يسمى كذلك بالتقويم بديلا عن التنضيض الفعلي أو الحقيقي .

وبذلك فإنه يمكن تعويض مبدأ التنضيض الفعلي - الذي يستوجب تصفية كامل مشاريع المضاربة وتحويلها إلى نقود - بمبدأ التنضيض الحكمي الذي يتمثّل في التقويم الدقيق من قبل خبراء مختصين لكامل مشروعات المضاربة بحيث يؤدى هذا التقويم إلى معرفة الربح حقيقة كما لو تم تصفية المضاربة . وقد صدر في هذا قرار من مجمع الفقه الإسلامي الذي ينص على :

« إن محل القسمة هو الربح بمعناه الشرعي، وهو الزائد عن رأس المال وليس الإيراد أو الغلة . ويعرف مقدار الربح إما بالتنضيض أو بالتقويم للمشروع بالنقد، وما زاد عن رأس المال عند التنضيض أو التقويم فهو الربح الذي يوزع بين حملة الصكوك وعامل المضاربة، وفقا لشروط العقد »(٥٨) .

هذا وقد كانت الفتوى الصادرة عن الحلقة العلمية الثانية للبركة في غاية الدقّة والوضوح بخصوص التنضيض الحكمي أو التقديري حيث نصّت على أن :

« للتنضيض الحكمي بطريق التقويم في الفترات الدورية خلال مدة عقد المضاربة حكم التنضيض الفعلي لمال المضاربة، شريطة أن يتم التقويم وفقا للمعايير المحاسبية المتاحة .

يجوز شرعا توزيع الأرباح التي يظهرها التقويم، كما يجوز تحديد أسعار تداول الوحدات بناء على هذا التقويم »(٥٩) .

كما عُرِضَت هذه المسألة على المستشار الشرعي لمجموعة دله البركة وكانت إجابته التالية (٦٠) : المراد بالتنضيض تحويل البضائع إلى نقود (سيولة) والتنضيض هو الأصل الشرعي لإمكانية حساب ربح المشاركة والمضاربة لأنه يتوقف عليه استرجاع القدر الفعلي لرأس مال المشاركة من النقود واحتساب ما زاد عليه ربحا إجماليا يتحول بعد إخراج المصاريف إلى ربح صاف قابل للتوزيع.

وبما أن المشاركات في المصارف والمؤسسات المالية الإسلامية أصبحت مرتبطة بدورات زمنية محددة ومستمرة نظرا للطابع الجماعي في المستثمرين والمخارجة بينهم، فقد تعين اعتبار

بديل للتنضيض الفعلي في هذه الحالات وهو التنضيض التقديري (التقويم)، حيث إن الرجوع للقيمة يعتبر مبدأ شرعيا فى كثير من التطبيقات الفقهيّة كما في الغصب، وتعذر الالتزام بالمثل فيصار للقيمة، وكذلك في جزاء محظورات الحج والصيد، وغيرها » .

أما بخصوص شرط القبض فإن فيما ذكره الإمام أحمد بن حنبل من المحاسبة التي اعتبرها كالقبض، في ذلك مخرجا للمسألة المطروحة [٦١]. ونقتطف هنا بعض ما جاء في كتاب المغني [٦٢]:

« قال ابن المنذر: إذا اقتسما الربح ولم يقبض رب المال رأس ماله فأكثر أهل العلم يقولون برد العامل الربح حتى يستوفى رب المال ماله .

ولنا على جواز القسمة أن المال لهما فجاز لهما أن يقتسما بعضه كالشريكين أو نقول أنهما شريكان فجاز لهما قسمة الربح قبل المفاصلة كشريكي العنان .

قال أبو طالب قيل لأحمد : رجل دفع الى رجل عشرة آلاف درهم مضاربة فوضع ، فبقيت ألف فحاسبه صاحبها ثم قال له اذهب فاعمل بها فربح ؟ قال يقاسمه ما فوق الألف يعنى إذا كانت الألف ناضة حاضرة ان شاء صاحبها قبضها فهذا الحساب الذي كالقبض فيكون أمره بالمضاربة بها في هذه الحال ابتداء مضاربة ثانية كما لو قبضها منه ثم ردها إليه » .

وعليه، لا يُشْتَرط إعادة كل رأس مال الصندوق لأصحابه في نهاية كل دورة من دورات توزيع الأرباح، بل يجوز الاكتفاء بإجراء محاسبة دقيقة لكافة مشروعات الصندوق تُمَكِّن من تحديد نصيب مختلف الأطراف من الأرباح، فيقوم هذا الحساب مقام القبض خاصة وأن أرباب المال يكون لهم الخيار بين سحب أموالهم والخروج من الصندوق أو تجديد التعاقد تلقائيا بالاستمرار والبقاء في الصندوق، وبذلك تُعْتَبر كل دورة من دورات توزيع الأرباح مضاربة مستقلة ومنفصلة عن الأخرى [٦٣].

سادسا : ضمان الصكوك ووحدات الصناديق

في بعض التطبيقات المعاصرة للمضاربة ولا سيما في الصناديق الاستثمارية تسعى المؤسسات المالية عموما لجلب المستثمرين وتقديم أفضل العروض إليهم من أجل إدارة أموالهم . ويعتبر عنصر الضمان من أهم العوامل المؤثرة لدى جمهور كبير من المستثمرين، وهذا يجعل المؤسسات المالية الإسلامية مطالبة بتوضيح مسألة الضمان في عقودها ونشرات الاكتتاب واللوائح التنظيمية لأدواتها الاستثمارية .

فقد ترى بعض هذه المؤسسات أن تشترط على نفسها مختارة ضمان رأس مال المضاربة عند التعاقد مع أرباب المال . وقد لا تشترط ذلك في العقد ولكنها ترغب أحيانا في تجنيب أي خسارة يمكن أن تلحق المشارك نتيجة رغبته فى الخروج من الصندوق (ولا سيّما في حالة كون القيمة السوقية المعلنة للورقة المالية أقل من القيمة المكتتب بها) فتضمن حينئذ رأس المال المشارك وتشترى الأوراق المالية التي في حوزته بالقيمة المكتتب بها وليس بالقيمة السوقية دون أن يكون ذلك مشروطا مُسّبقا في العقد . فما هو الحكم الشرعي في هذا ؟

اتفق الفقهاء على أن المضارب أمين على ما بيده من مال لأن هذا المال فى حكم الوديعة عنده، فلا يضمن إلا بالتفريط أو التعدي شأنه فى ذلك شأن الوكيل والوديع وسائر الأمناء [٦٤]. فلا يجوز اشتراط الضمان على المضارب في العقد سواء كان هذا الشرط من رب المال وقبله المضارب أو كان الاشتراط من المضارب على نفسه متبرعا لأن ذلك ينافى مقتضى العقد .

وبذلك لا يجوز أن تشتمل نشرة الاكتتاب فى الصناديق الاستثمارية على شرط ضمان جهة الإصدار لرأس المال بصفتها المضارب، كما لا يجوز من باب أولى ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان .

وقد صدرت في هذا الخصوص كثير من الفتاوى الشرعية المعاصرة [٦٥] التي تنص على عدم جواز ضمان المال المستثمر بقصد الربح، لأن الاستثمار في الإسلام يقوم على أساس الغرم بالغنم، فالخسارة في المضاربة يجب أن يتحملها رب المال بينما تنحصر خسارة المضارب في ضياع عمله وجهده، وكذلك النص على ضمان المضارب لرأس المال مع شرط مشاركة رب المال في الربح يجعل التعامل كالمراباة التى يضمن فيها المستثمر القرض ويستحق المقرض

زيادة . ونذكر من هذه الفتاوى القرار الصادر عن مجمع الفقه الإسلامي ونصه :

« يد المضارب على حصيلة الاكتتاب فى الصكوك وعلى موجودات المشروع هي يد أمانة لا يضمن إلا بسبب من أسباب الضمان الشرعيّة ....

ولا يجوز أن تشتمل نشرة الإصدار أو صكوك المقارضة على نص بضمان عامل المضاربة رأس المال أو ضمان ربح مقطوع أو منسوب إلى رأس المال، فإن وقع النص على ذلك صراحة أو ضمنا بطل شرط الضمان واستحق المضارب ربح مضاربة المثل »[٦٦] .

وعلى هذا الأساس يتبين بأن الشريعة الإسلامية تمنع ضمان المضارب خسارة رأس المال إذا لم يكن مقصرا أو متعديا وذلك لكي لا يخسر المضارب مرتين : الأولى بضياع جهده وعمله وفوات الربح الذي كان يسعى لتحقيقه، والثانية بتحمّل خسارة رأس المال . وذلك يخالف القاعدة الشرعيّة في المضاربة التي تنص على أن الوضيعة على رب المال، فهو وحده الذي يتحمل خسارة ماله .

أما إذا خالف المضارب حكما من أحكام المضاربة أو قيدا من القيود التى اشترطها رب المال أو انه وقع منه تقصير في إدارة مال المضاربة ينتج عنه هلاك المال وتحقق الخسارة، فإنه في هذه الحالة يضمن باتفاق الفقهاء . ويجوز في مثل هذه الحالة أن يطلب رب المال ضمانا يضمن به تعدى أو تقصير المضارب، كما يجوز له أن يطلب كفيلا يضمن له ما يضيع من ماله بتعد أو تقصير[٦٧].

هذا فيما يتعلق باشتراط ضمان رأس المال على المضارب أو تطوعه بذلك في العقد نفسه، أما بعد إتمام العقد وخارجه فإن جمهور الفقهاء لا يجيزون كذلك تطوع المضارب بالضمان ولو بعد الشروع في العمل لأن المضارب يكون مُتَّهما برغبته في استدراج رب المال وإبقاء رأس المال بيده .

ولكن أجاز بعض فقهاء المالكية أن يَتَطوَّع المضارب بضمان رأس المال بعد تمام عقد المضاربة وإن كان الأصل أنه أمانة بيده، وذلك قياسا على جواز تطوُّع الوديع والمكترى بضمان ما بيده إذا كان هذا التطوّع بعد تمام العقد . يقول المستشار الشرعي لمجموعة دله البركة[٦٨]:

« وهناك صيغة لم تتعرض لها الندوة لأنها لم تعرض فيها، وهى :

تبرع المضارب بالتزام الضمان بعد عقد المضاربة والشروع فى العمل بالمال. ومفاد هذه الصيغة أن يخلو عقد المضاربة عن شرط الضمان ثم يصدر من المضارب التزام مستقل ولو كان موجها للعموم بهذا الضمان، والمستند الفقهي لهذه الصيغة ما جاء عند المالكية، منقولا عن الفقهاء الثلاثة منهم، وهم : ابن زاب ، وابن بشير، وتلميذه ابن عتاب :

أ. قيل لان زاب أيجب الضمان فى مال القراض إذا طاع (أي تطوع) قابضه بالتزام الضمان ؟ فقال: إذا التزم الضمان طائعا بعد الشروع في العمل فما يبعد أن يلزمه.

ب. ونقلوا عن ابن بشير أنه أمضى عقدا بدفع الوصي مال السفيه قراضا الى أجل على جزء معلوم وان العامل طاع بالتزام ضمان المال وغرمه .

ج. وقد صحح ابن عتاب مذهب شيخه ابن بشير، ونصره بحجج كثيرة وفى (رسم الجواب عن سماع ابن القاسم من المدونة) ما يفيد صحة ما ذهب اليه ابن بشير . وفى (سماع ابن القاسم) ما يفيد صحة الاعتراض عليه وهو ما وقع من بعض الشيوخ (كتاب إعداد المهج ص ١٦١) ».

وعلى أساس هذا الرأي الأخير لبعض المالكية، فإنه يمكن القول بجواز ضمان المضارب لرأس المال إذا صدر هذا الضمان بعد الشروع فى العمل ومستقلا عن عقد المضاربة بحيث لا يبنى دخول المشارك على وجود ذلك الضمان . وهذا الرأى يعتبر مستندا للجهات المصدرة للصناديق الاستثمارية التى قد ترغب فى تجنيب أي خسارة يمكن أن تلحق المشارك نتيجة رغبته فى الخروج من الصندوق ولا سيّما في حالة كون القيمة السوقية المعلنة للورقة المالية أقل من القيمة المكتتب بها، فيجوز حينئذ ضمان رأس المال المشارك وشراء الأوراق المالية التي في حوزته بالقيمة المكتتب بها وليس بالقيمة السوقية إذا لم يكن ذلك مشروطا مُسّبقا في العقد .

وقد صدرت بهذا الخصوص فتوى لهيئة الرقابة الشرعية لشركتي التوفيق للصناديق الاستثمارية والأمين للأوراق المالية جوابا عن السؤال التالي : هل يجوز قيام لشركة (المضارب) باسترداد الأسهم بنفس القيمة المكتتب بها وليس بالأسعار المعلنة، وذلك بهدف تجنيب أي خسارة يمكن أن تلحق العميل، وكانت الفتوى ما يلي :

« يتصور فى هذه الحالة أن تشترى الشركة لنفسها أو لجهة أخرى :

- فان كان الشراء لنفسها : فلها الخيار بأن تشترى بالقيمة السوقية المنخفضة عن القيمة المكتتب بها أو بالقيمة المكتتب بها لوقاية العميل من الخسارة على أن لا يكون ذلك مشترطا على الشركة عند الاكتتاب ولا معلنا للجمهور حتى لا يكون من قبيل ضمان المضارب لرأس المال وهو ممنوع شرعا . وفى حالة كون القيمة السوقية أكثر من القيمة المكتتب بها فعلى الشركة أن تفي بالتزامها في الاسترداد بالقيمة السوقية المعلنة .
- وإذا كان الشراء (الاسترداد) لصالح جهة أخرى : بمعنى ان الشركة وكيلة عن تلك الجهة، فليس لها أن تسترد بأكثر من القيمة السوقية الا بتفويض خاص صريح بذلك من الجهة الموكلة » [٦٩] .

وقد جاءت هذه الفتوى منسجمة مع ما ذهب إليه المستشار الشرعي لمجموعة دله البركة، وهو في نفس الوقت العضو المنتدب لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين . فقد جاء قوله أنه لا يجوز في شركة المضاربة أن يضمن المضارب (كشرط) رأس مال المضاربة، بصورة مطلقة في حالة الخسارة مثلا ، ولا يجوز تقديم ضمانات من المضارب لكي تستخدم في الاستيفاء منها إلا في حال التعدي أو التقصير، أو مخالفة تعليمات رب المال . على أنه لا مانع من تحمل المضارب للخسارة أو لجزء منها - في حينه - كمبادرة منه، دون اشتراط أو إلزام مسبق » [٧٠] .

تبرّع طرف ثالث بضمان أصل المشاركة في رأس المال

تهدف في بعض الأحيان جهة ما إلى تشجيع الأفراد وتحفيزهم للمضاربة بأموالهم في مجالات بعينها أو مع جهات محدّده، وذلك بوعدهم بالتبرع بجبر أي خسارة تلحق رؤوس أموالهم . وقد تكون هذه الجهة فردا أو شركة أو مؤسسة أو وزارة أو غيرها . كما أن بعض المستثمرين قد يطلب ضمان طرف ثالث للدخول في عمليات مضاربة مع جهة ما .

لقد دُرِسَت هذه المسألة في الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، وأقرّ المجمع جواز ضمان رأس مال المضاربة من طرف ثالث مستقل في شخصيّته وذمّته المالية عن طرفي العقد، ويعتبر ذلك من قبيل التبرع وهو من أعمال الخير الجائزة شرعا إذا تمت بدون مقابل .

ونص الفتوى هو التالي :

« ٩- ليس هناك ما يمنع شرعا من النص في نشرة الاصدار أو صكوك المقارضة على وعد طرف ثالث منفصل في شخصيته وذمته المالية عن طرفي العقد بالتبرع بدون مقابل بمبلغ مخصص لجبر الخسران في مشروع معين، على أن يكون التزاما مستقلا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيامه بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحَمَلَةِ الصكوك أو عامل المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد » (٧١).

فيشترط أن يكون التزام الضمان هذا مستقلا عن عقد المضاربة، بمعنى أن قيام المتبرع بالضمان بالوفاء بالتزامه ليس شرطا في نفاذ العقد وترتب أحكامه عليه بين أطرافه، ومن ثم فليس لحملة الصكوك أو العامل في المضاربة الدفع ببطلان المضاربة أو الامتناع عن الوفاء بالتزاماتهم بها بسبب عدم قيام المتبرع بالوفاء بما تبرع به بحجة أن هذا الالتزام كان محل اعتبار في العقد .

وهذا الالتزام بالتبرع ليس ضمانا بمعنى الكفالة، لأنها لا تكون إلا في دين صحيح ثابت حاضرا أو مستقبلا فيكون هناك مدين أصيل وكفيل بالدين، وهنا الأصيل (المضارب) ليس مدينا لأنه بطبيعة المضاربة لا يصح مسئوليته . فالضمان هنا يراد به التحمل للتبعة وليس الكفالة، ولا يتناول ضمان الطرف الثالث الربح المتوقع الذى فات (الكسب الفائت، أو الفرصة الضائعة) بل يقتصر على أصل المال . لأن هناك حاجة بالنسبة لبعض الناس للمحافظة على أصل المال، ولتشجيعهم على استثماره وليست هناك حاجة تدعو الى ضمان حصته من الربح، كما أن مثل هذا الضمان يشابه المرابات التي تقوم على أساس ضمان الأصل مع زيادة (٧٢) .

سابعا: أسس توزيع الأرباح والخسائر فى الصناديق

هناك قواعد أساسية متفق عليها بين الفقهاء فى خصوص توزيع الأرباح والخسائر في عقد المضاربة، وهذه القواعد يجب مراعاتها عند تحديد وتوزيع الأرباح في الصناديق الاستثمارية التي تقوم على أساس المضاربة، وهذه القواعد هي:

١- أن يكون الربح معلوم القدر:

يجب تحديد حصَّة ونصيب المتعاقدين من الربح في العقد، لأن المعقود عليه هو الربح وجهالة المعقود عليه توجب فساد العقد، فيجب أن يكون الربح في الصناديق الاستثمارية معلوما للطرفين منذ بداية التعاقد، وأن يكون ثابتا خلال فترة المضاربة [٧٣].

ولا يجوز تغيير نصيب المتعاقدين من الربح لاحقا إلا بالاتفاق والتراضي كما أشارت لذلك بعض الفتاوى المعاصرة [٧٤] ومنها:

«وفى حالة تعديل نسبة الربح في المستقبل لا بد من الإشعار بالتعديل مع تحديد مدة زمنية يعتبر مضيها قرينة على موافقة المستثمر الذي لا يعترض» [٧٥].

أما بالنسبة للنص في نشرات الإصدار على أن يَستقطع المضارب حصَّة من معدل الربح الإجمالي بنسبة ٢٠٪ مثلا دون ذكر حصَّة رب المال، فهذا لا مانع منه لأن المضاربة تكون مستوفية شرط معلومية الربح المستحق للطرفين حيث يستقطع ربح المضارب ويكون الباقي من نصيب رب المال يستحقه بماله لكونه نماءه وفرعه.

كما نلاحظ أن بعض الصناديق الاستثمارية درجت على إعلان معدل ربح متوقع، وهذا لا بأس به شرعا طالما كانت حصَّة الطرفين فيما يتحقق فعلا من أرباح معلومة ومحدّدة لأن ذلك من قبيل التقدير التقريبي حيث إنه لا يترتب عليه التزام من المضارب ولا الزام من أصحاب الأموال، وهو نتيجة الدراسة لمكوّنات الإصدار وطبيعة العمليات الاستثمارية المشمولة فيه. والعبرة بما يتحقق فعلا من أرباح سواء زادت عن المتوقع أم نقصت أم لم تتحقق أرباح أصلا، أم وقعت خسائر فيضيع على المضارب جهده ويضيع على صاحب المال ما خسره. ولا بد من توزيع جميع الربح المتحقق فعلا بحسب النسب المئوية المتفق عليها بين الطرفين ولا عبرة بالالتزام بالربح المعلن عن توقعه إذا كان الربح أكثر من ذلك أو أقل [٧٦].

٢- أن يكون الربح بنسبة شائعة دون تحديد مبلغ مقطوع لأحدهما :

يجب تحديد نصيب المتعاقدين من الربح بجزء شائع يتفقان عليه كالنصف والثلث وغيره، لأن مقتضى عقد المضاربة الاشتراك في الربح الحاصل منها، وذلك لأن اشتراط مبلغ معيّن من الربح لأحد المتعاقدين يؤدى إلى قطع الشركة فى الربح لاحتمال أن لا يربح المضارب إلا ذلك المبلغ فينفرد به أحدهما دون الآخر مما ينافي مقتضى العقد [٧٧] .

ويترتب على ذلك عدم جواز اشتراط قدر محدد من المال لحملة الأوراق المالية أو للمضارب في الصناديق الاستثمارية مثل تحديد مبلغ ١٠٠٠ دولار أو نسبة ١٠٪ من رأس المال لأنه يؤدى إلى عدم الاشتراك في الربح . وقد نصت بعض الفتاوى المعاصرة على هذا [٧٨] ومنها قرار مجمع الفقه الإسلامي الذي ينص على أنه :

« لا يجوز أن تتضمن نشرة الإصدار ولا الصكوك المصدرة على أساسها نصا يؤدي إلى احتمال قطع الشركة في الربح فان وقع كان العقد باطلا .

ويترب على ذلك : عدم جواز اشتراط مبلغ محدد لحملة الصكوك أو صاحب المشروع في نشرة الإصدار وصكوك المقارضة الصادرة بناء عليها » [٧٩].

وخلافا لذلك يجوز كل اشتراط لا يؤدى إلى قطع الشركة في الربح مثل اشتراط مبلغ معين يستحقه أحد المتعاقدين إذا زاد الربح عن حد معين، فيجوز أن يشترط أحد الشريكين للآخر ألف جنيه إن بلغ الربح خمسة آلاف ويكون الباقي بينهما مناصفة، لأن الشريك لا يستحق ما شرط له الا بعد أن يأخذ كل من البنك والشريك ٥٠٪ من المقدار المتفق على وصول الربح اليه . وقد جاء في البحر الزخار : فان قال أحدهما على أن لى عشرة إن ربحنا أكثر منها أو ما يزيد عليها صحت ولزم الشرط، إذ لا مقتضى للفساد[٨٠].

وإلى مثل هذا ذهب أيضا المؤتمر الثاني للمصرف الاسلامى، فقد نصت الفتوى الصادرة عنه على جواز اشتراط مبلغ معين للمصرف إذا زاد الربح عن حد معين:

« يجوز الاتفاق بين المصارف الإسلامية والمستثمرين والعاملين في المال على اشتراط مبلغ معين يستحقه المصرف أو المستثمر أو العامل إذا زاد الربح عن حد معين، فان هذا الاشتراط لا يؤدى الى قطع الاشتراك في الربح » [٨١] .

أما ندوة البركة فقد أفتت بجواز اشتراط ما زاد عن حد معين من الربح لأحد الطرفين لأن هذا الشرط أيضا لا يقطع الشركة في الربح، فيجوز أن يتفق الطرفين على أنه إذا زاد الربح عن نسبة محددة ١٥٪ مثلا في السنة عن رأس المال فإن الزيادة تكون من نصيب أحد الطرفين، طالما أن الربح مقتسم نتيجة المحاسبة طبقا للنسبة الشائعة المتفق عليها وأن رب المال يتحمل الخسارة اذا تبين وقوعها [٨٢] .

٣ - أن يكون الربح على ما اصطلح عليه المتعاقدين :

يجوز بإجماع الفقهاء اتفاق الطرفين على توزيع ربح المضاربة بنسب معلومة بينهما قلت أو كثرت لأن استحقاق المضارب الربح بعمله فجاز ما يتفقان عليه من قليل أو كثير [٨٣] .

ويجوز في هذا الإطار إصدار صناديق استثمارية تتحدد فيها الأرباح بشكل مزدوج كأن يتفق الطرفان على نسب محددة لتوزيع الأرباح التشغيلية ونسب أخرى مختلفة عن الأولى لتوزيع الأرباح الرأسمالية ، وهو ما جاء في فتوى الحلقة العلمية الأولى للبركة :

« إذا كان موضوع المضاربة أصولا تدر دخلا جاز الاتفاق على توزيع هذا الدخل بين المضارب ورب المال بنسبة معينة تحت الحساب، وعلى توزيع ما ينتج من ربح عند بيعها بنسبة أخرى، وإذا بيع الأصل بأقل من ثمن شرائه فإن هذا النقصان يجبر من الدخل التشغيلي » [٨٤].

كما يجوز اتفاق الطرفين على تحديد نصيبهما في الأرباح بشكل يتفاوت باختلاف المبلغ المتحقق من الأرباح، كأن يتفق على نسب محددة لتوزيع الأرباح بالنسبة للمليون الأول المتحقق من الربح، ويتفق على نسب أخرى لتوزيع الأرباح المتحقق التي تزيد عن المليون الأول، لأن ذلك لا يقطع الشركة في الربح[٨٥] . وقد أخذت بعض الصناديق بهذا المبدأ مثل صندوق البركة للمدينة المنورة حيث تنص نشرة الاكتتاب في بند توزيع الربح على أن المضارب يستحق حصة من الأرباح على النحو التالي :

- ٢٠ ٪ من صافي الأرباح الرأسمالية بعد التصفية إذا كان العائد على الاستثمار مساويا أو أقل من العائد الداخلي المتوقع والذي يساوي ١٥ ٪.
- ٣٠ ٪ من صافي الأرباح الرأسمالية التي هي أكبر من ١٥٪ وأصغر من أو تساوي ١٨٪ .

- ٤٠ ٪ من صافي الأرباح الرأسمالية التي هي أكبر من ١٨٪ وأصغر من أو تساوي ٢١٪.
- ٥٠ ٪ من صافي الأرباح الرأسمالية التي هي تزيد عن ٢١٪ .

وذهبت كذلك الحلقة العلمية الأولى للبركة إلى جواز الاتفاق على تفاوت نسب الأرباح باختلاف المدة بحيث تحدد نسبا معينة في حالة الدخول في مضاربة لمدة محددة، وتعتبر نسبا أخرى في حالة الاستثمار لمدة أقل من المدة المتفق عليها .

« يجوز للمضارب أن يعلن عن مضاربة، ويشترط أن من يدخل فيها لمدة معينة (سنة مثلا) يستحق نسبة معينة من الربح . وان من يدخل معه لمدة أطول (خمس سنوات مثلا) يستحق نسبة أكبر من الربح . وفي حالة رغبة رب المال في استرداد ماله قبل المدة المتفق عليها فانه يستحق الربح على أساس المدة الأقصر [٨٦] .

د - أن تكون الخسارة على رب المال فقط :

الخسارة في المضاربة تكون على رب المال وليس على المضارب منها شيء، لأن الخسارة - الوضيعة - عبارة عن نقصان رأس المال، ورأس المال مختص بملك صاحبه وهو رب المال فوجب أن يتحمل هو نقصان ماله وليس على المضارب شيء . فلا يجوز إذن تحميل المضارب الخسارة لأنه ليس من العدل أن يضيع عليه جهده وعمله وحده ونطالبه بمشاركة رب المال فيما ضاع من ماله، فلا يجوز مثلا الاتفاق على أن يكون الربح مناصفة بين الطرفين وإذا كانت الخسارة تحمَّل رب المال ربعها والمضارب ثلاثة أرباعها [٨٧] .

هـ — أن يكون الربح وقاية لرأس المال :

لا يستحق المضارب أخذ شيء من الربح حتى يُستوفى رأس المال، ذلك أن ما يهلك من مال المضاربة (الخسارة) يصرف الى الربح ويجبر منه لأن الربح تبع لرأس المال، يقول صلى اللّه عليه وسلم : « مثل المؤمن مثل التاجر، لا يَسْلم له ربحه حتى يَسْلم له رأس ماله » [٨٨]
ولكن لا يوجد مانع شرعي من التزام المضارب بأن يدفع للبنك نسبة ثابتة من رأس مال المضاربة على حساب الأرباح على أن تتم التسوية لاحقا مع التزام رب المال بتحمل الخسارة إذا وقعت[٨٩] .

ثامنا : دور الهيئات الشرعية في الرقابة على الصناديق

إن وجود الهيئات الشرعية في إنشاء صناديق للاستثمار شرط أساسي للسماح بالتعامل مع تلك الصناديق ذلك أن تلك الهيئات تراعى في إنشاء الصناديق متطلبات الرقابة الشرعية في دراسة هيكلة الصندوق ومستندات تكوينه كلها من النظام الأساسي واللوائح والعقود المنظمة للعلاقات بين أطراف دارية والنشرة وعقد الاكتتاب في الصندوق .

وبعد اعتماد تلك الهيكلية تقوم بدورها في انتقاء الشركات التي تدرج أسهمها في صناديق الأسهم ومتابعة مسيرة تلك الشركات فإذا تعاملت بموجودات محرمة أو زادت نسبة قروضها أو إيداعاتها بما يدل على كثرة أو غلبة ذلك على نشاطها الأساسي فإنه يتم التخلص من أسهمها كما تراقب الهيئات عملية تطهير العائد مما اختلط به من كسب غير مشروع من خلال الإيداع أو من أثر الاقتراض وصرف ذلك في وجوه الخير وحض الهيئات الشرعية للصناديق على أدراج أسهم شركات البلاد الإسلامية كلما أمكن ذلك مع تجنب المخاطرة الكبيرة إن وجدت .

إن هذا الدور التصحيحي لا يثنى الهيئات الشرعية عن العمل مع الفنيين لتنفيذ التوصيات الشرعية في هذا المجال بشأن العمل على إنشاء شركات ملتزمة تماما بأحكام الشريعة الإسلامية والتكاتف لأسلمة الشركات التي في أدائها بعض التصرفات المحرمة بإيجاد البدائل لتمويلها عند الحاجة أو استثمار سيولتها في صيغ استثمارية مشروعة ثم إن قائمة المحرمات ليست محصورة في المنصوص عليه في القرآن والسنة ، بل تستند أيضا إلى مصادر أخرى معتبرة مثل الإجماع والقياس، وذلك لتغطية المستجدات مما تتغير فيه الصور أو الأسماء .

لذا يجب الرجوع إلى هيئات الرقابة الشرعية بعرض جميع صور الاستثمار المزمع الدخول فيها لتقرر ما إذا كانت مشمولة بالتحريم أولا، وبالإضافة للدور التوجيهي الذي تقوم الهيئات الشرعية عند تأسيس الصناديق هناك دور رقابي مهم جدا وهذا الدور في المراجعة أو التدقيق يشمل ما يلي :

- التحقق من الالتزام بتجنب الأنشطة الممنوعة، بعد تكوين قائمة يعدها القائمون على الصندوق لاستثمارات ليس في نشاطها الأساسي ما هو محرم وضآلة

عنصر الحرام في الاقتراض أو الإيداع والعبرة بما تقرره الهيئة الشرعية في شأن تلك القائمة . وليس الغرض دائما التضييق ، بل أحيانا يبالغ الفنيون فيدرجون ما يظنون حرمته بسبب اتجاهات شائعة مع أن المختصين في الشريعة لهم نظرتهم المبنية على التحقق من حرمة النشاط أو إباحته دون تأثر بالمألوف أو البيئات والظروف .

- التثبت من تنقية الأرباح مما دخل فيها من عوائد محرمة سواء بالتعامل الجزئي في الموجودات الممنوعة شرعاً ، أو بالتخلص من الريع المحرم المتمخض عن الفوائد المقبوضة أو نصيب من ريع القروض .
- حساب الزكاة عن الصندوق وذلك خدمة للمشاركة المسلم . وفي حال الالتزام بإخراج الصندوق للزكاة تنظر الهيئة في وجوه الصرف أيضا .

تاسعا : إخراج زكاة الصناديق

الوحدات في الصناديق الاستثمارية عبارة عن حصص في المشاركة بالنشاط المستهدف من تأسيس شركة مساهمة . فإذا كان موضوع هذه الشركات متصلا بالأموال الواجب تزكيتها فإن من الواجب ذلك .

وقد تأكد هذا بما انتهت إليه مقرارت المؤتمرات والندوات المخصصة للزكاة وقرارات المجامع الفقهية، ومن أهم وأجم ما جاء في ذلك قرار مجمع الفقه الإسلامي الدولي المؤكد لقرار مؤتمر الزكاة الأول بالكويت عام ١٩٨٤ الذي انتهى إلى أن الأصل أن تزكى الشركة نفسها أموالها في إحدى الحالات الأربع التالية :

- وجود نص قانوني ملزم بذلك .
- اشتمال النظام الأساسي للشركة على نص بذلك .
- اتخاذ الهيئة العمومية للشركة قرارا بذلك .
- توكيل المساهم لإدارة الشركة بإخراج الزكاة .
- والمختار في حال الشركات المساهمة تطبيق مبدأ ٠ الخلطة) وهو اعتبار أموال

جميع المساهمين كمال واحد في النصاب والحول والقدر الواجب فلا ينظر إلى ضآلة حصة المساهم أو عدم اكتمال حول على ملكيته للسهم .

- ثم فصل القرار الحكم فيما إذا لم تزك الشركة أموالها لعدم توافر إحدى الحالات الأربع بأن المساهم يزكي قيمة أسهمه السوقية إذا كان تملكه للسهم بقصد التداول والمتاجرة، وأنه يزكي الإيراد ۰ الربح) فقط إذا كان اقتناؤه للسهم بقصد الحصول على ريعه دون نية المتاجرة عند شراء السهم .
- والزكاة هنا بإخراج ربع العشر ٢,٥٪ في الشركة التجارية أما إذا كان السهم في شركة بأموال أخرى كالزراعة أو المواشي فيراعى القدر الواجب إخراجه في تلك الأموال .

المراجع

١. ففي البلدان الأنجلو-أمريكية نجد ما يسمى بترست الاستثمار، وهو يقوم على أساس التفرقة بين الملكية القانونية المقررة للأمين، والملكية الانصافية المقررة للمستفيد . وقد نشأت هذه الترستات بمبادرة البنوك التي سعت إلى خدمة عملائها بادارة أموالهم . ويقوم هذا الترست كما ذكرنا على مجموعة متشابكة من العلاقات العقدية بين المؤسس (TRUSTER) الذي يقدم مال الاستثمار والأمين الذي يتلقى هذا المال ويديره ويتصرف فيه، والمستفيد الذي تتمخض له منافع المال . وعادة ما يكون المؤسس شركة تتفق مع الأمين على طرح شهادات المشاركة في ترست الاستثمار لاكتتاب الجمهور

٢. جريدة الرياض – الرياض العدد ١٠٢٢٩ في ٢٦/٦/١٩٩٦م الصفحة رقم (٤٥)

٣. د. صفوت عبدالسلام عوض الله : صناديق الاستثمار دراسة وتحليل من منظور الاقتصاد الاسلامي دار النهضة العربية القاهرة ٢٠٠٥م ص ١٦-١٧ .

٤. الجوانب القانونية في إدارة صناديق الاستثمار د. عبدالرحمن السيد قرمان دار النهضة العربية القاهرة ص ٤٠

٥. صناديق الاستثمار الإسلامية، د. عزالدين خوجة ص ١٧ .

٦. فتاوى ندوات البركة، الدورة الثامنة ص ١٣٦ .

٧. المرسوم لعام ١٩٥٧ في المادة ٥

٨. صندوق المتاجرة العقاري : مدير الصندوق : شركة المصالح الكويتية للاستثمار المالي، وأمين الاستثمار هو الشركة الأولى للاستثمار، فقد نصت المادة ٣٠ على : « يعين مدير الصندوق مدير استثمار في الصندوق ويعهد إليه القيام بالمهام التي يراها مناسبة والتي تتعلق بوضع استراتيجية الاستثمار، والمساعدة في تنفيذ هذه الاستراتيجية وعمليات البيع والشراء وأية مهام أخرى يعهد له بها المدير . ويتقاضى مدير الاستثمار أتعابا نظير أدائه لالتزاماته من قبل مدير الصندوق ولا يتحملها الصندوق .

٩. النظام الأساسي من صندوق أرزاق : المادة ٢٨ تنص : « تكون لمدير الصندوق كافة الصلاحيات اللازمة لقيامه بمهام غدارة الصندوق وتوجيه استثماراته بما لا يتعارض مع أحكام القانون والنظام الأساسي للصندوق والقرارات الصادرة من الهيئة الشرعية ... ويجوز له تعيين من ينوب عنه في ادارة جزء من هذه الاستثمارات، وتحتسب أتعابه من ضمن مصاريف الصندوق، ولا يحق للمشتركين الآخرين التدخل في ادارة الصندوق» .

١٠. يمكن أن تكون هذه المؤسسات المالية في نفس الوقت المؤسسات العارضة للعملية أو أي مؤسسة مالية أخرى.

١١. ندوة البركة الثانية للاقتصاد الإسلامي – تونس سنة ١٤٠٥ هـ.

١٢. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركة التوفيق للصناديق الاستثمارية وشركة الأمين للأوراق المالية، المذكرة الشرعية الأولى للهيئة .

١٣. ندوة البركة الثانية، الفتوى ٣- تونس ١٤٠٥هـ / ١٩٨٤م

١٤. ندوة البركة الثانية، الفتوى ٤ – تونس ١٤٠٥هـ / ١٩٨٤م

١٥. مجمع الفقه الإسلامي الدورة الرابعة، القرار رقم ٥

١٦. هيئة الفتوى والرقابة الشرعيّة لشركتي التوفيق والأمين-الاجتماع الثاني .

١٧. إعداد المهج للاستفادة من المنهج في قواعد الفقه المالكي للشيخ أحمد الشنقيطي ص ١٦١- منشورات دار إحياء التراث، قطر .

١٨. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية – ج١ الفتوى ٤٦ .

١٩. نسبة ٠,٢٥ ٪ من المتوسط اليومي لصافي قيمة الأسهم وتحسب يوميا وتدفع شهريا

٢٠. انظر تفاصيل آراء المذاهب في كتاب المضاربة الشرعية إعداد عزالدين محمد خوجة ص ١١٤-١١٥

٢١. انظر في هذا البحث ص ٣٨ ، وقد جاء في القرار الأول للحلقة العلمية الأولى للبركة رمضان ١٤١٢هـ الموافق ١٩٩٢م ما يلي : « يجوز أن تُحَمّل مصروفات إنشاء وتسويق الصناديق والأوعية الاستثمارية على مال المضاربة إذا تضمنتها نشرة الإصدار وكانت مصاريف فعلية محددة بمبلغ معين أو بحد أقصى يُذْكَر في النشرة، فإذا لم تتضمنها نشرة الإصدار كانت هذه المصروفات على المضارب » .

٢٢. الفتوى الأولى من فتاوى الحلقة الفقهية الأولى للبركة .

٢٣. مجمع الفقه الاسلامي – القرار رقم ٥ الدورة الرابعة

٢٤. ندوة البركة الثانية، الفتوى رقم ٥ تونس ١٤٠٥ هـ / ١٩٨٤ م

٢٥. الشركات في الشريعة الاسلامي الجزء الثاني د. عبد العزيز الخياط ص ٢٢١ ؛ شركة المساهمة في النظام السعودي دراسة مقارنة بالفقه الاسلامي د. صالح بن زابن المرزوقي ص ٣٥٥ ؛ بحث الأسواق المالية في ميزان الفقه الاسلامي د.علي محيي الدين القره داغي مجلة مجمع الفقه الاسلامي الدورة السابعة الجزء الأول ص ١١٩ .

٢٦. مجمع الفقه الاسلامي الدورة السابعة المنعقدة بجدة في ذو القعدة١٤١٢هـ / ١٩٩٢م، قرار رقم ٦٥/١/ ٧ .

٢٧. يشترط القانون المصري ألا تقل مدة الاكتتاب عن خمسة عشر يوما

٢٨. مادة ١٥٧ القانون المصري : « إذا زادت طلبات الاكتتاب في الوثائق عن عدد وثائق الاستثمار المطروحة فيجب أن توزع هذه الوثائق على المكتتبين كل بنسبة ما اكتتب به . ويتم التصرف في الكسور التي تنشأ عن عملية التخصيص لصالح صغار المكتتبين . وفي هذه الحالة يقدم المكتتب شهادة الاكتتاب إلى البنك الذي تم عن طريقه الاكتتاب لإثبات عدد الوثائق التي خصصت له ومقدار ما دفعه من مبالغ عنها ويرد إليه الباقي مما دفعه عند الاكتتاب . ويلتزم البنك الذي تلقى الاكتتاب بعدم الإفصاح عن اسم المكتتب في الوثائق لحاملها إذا تكشف له هذا الاسم في أي تعامل معه ».

٢٩. المغني ٥/١٣٤ ؛ والمدونة الكبرى ٤/ ٥٤ ؛ والمجموع ١٤/ ٣٨٢ ؛ والمبسوط ١٢/ ٣٢ .

٣٠. مجمع الفقه الإسلامي القرار رقم ٥ الدورة الرابعة

٣١. مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة القرار رقم ٥ .

٣٢. تنص لوائح صناديق المضاربة الصادرة عن شركة التوفيق للصناديق الاستثمارية على ما يلي : إذا بلغ الصندوق في نهاية فترة الطرح الأولي رأس ماله الأدنى، ولكنه لم يتسلم مساهمات في رأس مال الصندوق تبلغ في مجملها رأس المال المصرح به للصندوق، ففي هذه الحالة يحق للمضارب وبدون موافقة أخرى من لجنة المشاركين تحصيل رأس مال إضافي للصندوق من وقت لآخر من خلال طرح أسهم إضافية (الأسهم الجديدة) للاكتتاب خلال فترة أو فترات اكتتاب لاحقة، ويحدد المضارب أوقاتها وفتراتها (يشار لكل اكتتاب منها بالطرح اللاحق) . وقد جاء في محفظة البنوك الإسلامية الصادرة عن البنك الإسلامي للتنمية أنه يوجد نوعين من شهادات الاستثمار في هذه المحفظة : أولا – شهادات الإصدار الأساسي وهي التي تصدر عند تأسيس المحفظة، ثانيا – شهادات الإصدارات اللاحقة وهي التي تصدر بعد تأسيس المحفظة وتطرح للاكتتاب العام .

٣٣. مجمع الفقه الإسلامي الدورة السابعة المنعقدة بجدة في ذو القعدة١٤١٢هـ / ١٩٩٢م، قرار رقم ٦٥/١/ ٧ .

٣٤. بحث الأسواق المالية في ميزان الفقه الإسلامي د.علي محيي الدين القره داغي مجلة مجمع الفقه الإسلامي الدورة السابعة الجزء الأول ص ١٢٥.

٣٥. المغني ٥/ ١٥٢-١٥٣ : « ولنا أن نفقته (المضارب) تخصه فكانت عليه كنفقة الحضر وأجر الطبيب وثمن الطب ولأنه دخل على أنه يستحق من الربح =الجزء المسمى فلا يكون له غيره، ولأنه لو استحق النفقة أفضى إلى أن يختص بالربح إذا لم يربح سوى ما أنفقه . فأما إن اشترط له النفقة فله ذلك وله ما قدر له من مأكول وملبوس ومركوب وغيره، قال أحمد في رواية الأثرم : أحب إليّ أن يشترط نفقة محدودة وإن أطلق صح نص عليه » .

٣٦. فتاوى الحلقة الفقهية الأولى لمجموعة دله البركة

٣٧. فتاوى هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين

٣٨. المستشار الشرعي لمجموعة البركة، الجزء ١ الفتوى رقم ٣٨

٣٩. بدائع الصنائع ٦/٨٨ ؛ المغني ٥/١٦٧ ؛ المدونة الكبرى ٤/٥٠ .

٤٠. الحلقة العلمية الأولى للبركة، الفتوى الثانية ١٤١٢هـ /١٩٩٢ م

٤١. ندوة البركة الرابعة، الفتوى رقم ٦١

٤٢. قواعد تنظيم صناديق الاستثمار الصادرة عن وزير المالية والاقتصاد الوطني بالمملكة العربية السعودية في تاريخ ١٤١٣/٧/٢٤ هـ .

٤٣. الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥

٤٤. الحلقة العلمية الأولى للبركة – رمضان ١٤١٢هـ / ١٩٩٢م .

٤٥. الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥ .

٤٦. لهذا السبب درجت بعض الصناديق الاستثمارية على منع التداول خلال فترة محدّدة بعد الاكتتاب، أو قبل تاريخ التصفية .

٤٧. الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥ : « إذا صار مال القراض موجودات مختلطة من النقود والديون والأعيان والمنافع فانه يجوز تداول صكوك المقارضة وفقا للسعر المتراضى عليه، على أن يكون الغالب في هذه الحالة أعيانا ومنافع » .

٤٨. ندوة البركة الثانية في سنة ١٤٠٥هـ / ١٩٨٤م، « يجوز الاتفاق على بيع حصص أو أسهم فى شركة ذات موجودات حقيقية ليست مقتصرة على الديون والنقود أو أحدهما بشرط احتفاظ البائعين باسم الشركة وإبقاء إدارتها في يد من يملكون الأسهم المبيعة، ويعتبرون بهذا الشرط بمثابة رب المال في المضاربة الشرعية بشروطها «.

٤٩. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية ج١- د.عبدالستار أبو غدة

٥٠. بدائع الصنائع ٦/٨١-٨٦ ؛ المدونة الكبرى ٤/٤٩ ؛ المغني ٥/١٤٦ .

٥١. بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم ٠٩/٨٠٧

٥٢. مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥ الدورة الرابعة

٥٣. الحلقة العلمية الثانية للبركة، الفتوى الثالثة

٥٤. المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي، الفتوى العاشرة

٥٥. ندوة البركة السادسة، الفتوى ٩ – الجزائر ١٤١٠ هـ / ١٩٩٠م

٥٦. الحلقة العلمية الأولى للبركة – رمضان ١٤١٢ هـ. / ١٩٩٢م

٥٧. الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥

٥٨. الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥

٥٩. الحلقة العلمية الثانية للبركة – رمضان ١٤١٣هـ / ١٩٩٣م

٦٠. كتاب الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية- ج٢ للدكتور عبدالستار أبوغدة .

٦١. انظر كتاب المضاربة الشرعية اعداد عزالدين محمد خوجة، مجموعة دله البركة .

٦٢. ابن قدامة، المغنى - ج٥ ص ١٧٦

٦٣. بنك فيصل الاسلامى المصري الفتوى رقم ٥٠

٦٤. المغني ١٦٥/٥ و ١٩١ ؛ المبسوط ١٩١/١٢ ؛ المجموع ٣٨٣/١٤ ؛ بدائع الصنائع ٨٠/٦ ؛ المدونة الكبرى ٥٨/٤ ؛ الفقه على المذاهب الأربعة للجزيري ٤٠/٣ .

٦٥. فتاوى ندوات البركة، ندوة البركة الخامسة، الفتوى رقم ٢، فتوى هيئة الرقابة الشرعية، بنك دبى الإسلامي، بنك دبي الإسلامي، فتوى رقم ٠٥٠١/٠٦، بنك فيصل الإسلامي السوداني، استفسار رقم (٧)، فتاوى المستشار الشرعي لمجموعة البركة، الجزء ٢ الفتوى رقم ١٠٧ .

٦٦. قرار مجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥

٦٧. ندوة البركة الأولى، الفتوى رقم ٥٩ .

٦٨. المستشار الشرعي لمجموعة البركة، الجزء ٢ الفتوى رقم ١٠٧

٦٩. الاجتماع الثاني لهيئة الفتوى لهيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين للأوراق المالية .

٧٠. المستشار الشرعي لمجموعة البركة، كتاب الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية الجزء١، الفتوى رقم ٤٢.

٧١. القرار الخامس لمجمع الفقه الإسلامي، الدورة الرابعة لمجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥

٧٢. المستشار الشرعي لمجموعة البركة، الجزء ٢ الفتوى رقم ١٠٧

٧٣. بدائع الصنائع ٨٠/٦-٨٥ ؛ المغني ١٤٠/٥-١٤٤-١٤٩ ، المجموع ٣٦٥/١٤ ؛ المدونة الكبرى ٤٩/٤ ؛ والقوانين الفقهية ص ٢٨٠ .

٧٤. بنك فيصل الإسلامي السوداني، استفسار رقم (٤) : يجوز التعديل في الشروط المقترحة بعقد المضاربة في أي وقت سواء أكان التعديل في نسبة الربح أو غيرها، ما دام ذلك برضا الطرفين، وكان الشرط اللاحق جائزا شرعا، ولو لم يكن منصوصا عليه في العقد . وإذا رأى البنك مصلحة في أن يتضمن عقد المضاربة نصا بمراجعة نسبة الربح المشروطة في العقد في نهاية الصفقة أو في نهاية عام مثلا لتعديلها بالتراضي بين الطرفين فلا مانع شرعا من هذا النص، ولا جهالة فيه، بل يجوز التعديل في نسبة الربح في شركة المضاربة قبل نهاية الصفقة برضا الطرفين كما نص على ذلك الشيخ خليل في مختصره .

٧٥. ندوة البركة الرابعة، الفتوى رقم ٢ - الجزائر ١٤٠٧هـ / ١٩٨٦ م

٧٦. هيئة الفتوى والرقابة الشرعية لشركتي التوفيق والأمين،الاجتماع الأول .

٧٧. المبسوط ١٥/١٢-٢٥ ؛ المجموع ٣٦٦/١٤ ؛ المغني ١٤٨/٥ ؛ بدائع الصنائع ٨٦/٦ ؛ والمدونة الكبرى ٥٧/٤

٧٨. بنك فيصل الإسلامي السوداني، استفسار رقم (١١) : يشترط لصحة عقد الشركة الاشتراك في الربح بان يكون نصيب كل شريك مقدارا معلوما شائعا في الربح ٥٠٪ مثلا من الربح لكل شريك إذا كانت الشركة بين طرفين، ولا تصح الشركة إذا حدد نصيب أحد الشريكين بقدر معين من المال كألف جنيها مثلا، أو ١٠٪ من رأس المال، لأن الربح قد لا يزيد على هذا المقدار فيستأثر من جعل له بالربح كله، وقد يكون الربح أقل من هذا المقدار فيأخذ من رأس المال جزءا وقد يكون الربح كثيرا فيتضرر من جعل له المقدار المحدد، قال ابن المنذر : أجمع كل من نحفظ عنه من أهل العلم على إبطال القراض إذا شرط أحدهما أو كلاهما لنفسه دراهم معلومة .

٧٩. مجمع الفقه الإسلامي، القرار رقم ٥ الدورة الرابعة .

٨٠. بنك فيصل الإسلامي السوداني، استفسار رقم (١١) .

٨١. المؤتمر الثاني للمصرف الإسلامي، الفتوى السادسة .

٨٢. ندوة البركة الأولى، الفتوى ٤ – المدينة المنورة ١٤٠٣ هـ / ١٩٨١م .

٨٣. المغني ١٤٠/٥ : « والربح على ما اصطلحا عليه : يعني في جميع أقسام الشركة ولا خلاف في ذلك في المضاربة المحضة، قال ابن المنذر : أجمع أهل العلم على أن للعامل أن يشترط على رب المال ثلث الربح أو نصفه أو ما يجمعان عليه بعد أن يكون ذلك معلوما جزءا من أجزاء ولأن استحقاق المضارب الربح بعمله فجاز ما يتفقان عليه من قليل وكثير « .

٨٤. الحلقة العلمية الأولى للبركة – ١٤١٢هـ / ١٩٩٢م .

٨٥. الأجوبة الشرعية في التطبيقات المصرفية ج١ ص٩٦– د.عبدالستار أبو غدة .

٨٦. الحلقة العلمية الأولى للبركة – ١٤١٢هـ / ١٩٩٢م، الفتوى الثالثة .

٨٧. المغني ١٤٨/٥ ؛ المبسوط ٢٠/٢٢ ؛ بدائع الصنائع ٨٥/٦ ؛ مغني المحتاج ٣١٨/٢ ؛ والقوانين الفقهية ص ٢٨٠ – وجاء في فتوى بنك فيصل الإسلامي السوداني، الاستفسار رقم (٢) : إذا كان هذا هو المراد فانه لا يجوز، لأن الخسارة فى شركة المضاربة على المال خاصة وليس على العامل منها شيء... فان شرط على العامل المشاركة في الخسارة ... الظاهر أن الفقهاء متفقون على فساد هذا الشرط وإنما اختلافهم في كونه مفسدا للعقد أم غير مفسد .

٨٨. المغني ٥/ ١٦٩ ؛ والمبسوط ١٠٥/٢٢ .

٨٩. ندوة البركة السادسة، الفتوى ٩ – الجزائر ١٤١٠ هـ / ١٩٩٠ م .